

2024年10月08日

证券研究报告·公司研究报告

圣诺生物(688117) 医药生物

当前价: 31.19元

目标价: ——元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 产能扩产蓄势待发, 多肽药物快速增长

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 2024年全球多肽药物销售达876亿美元, GLP-1药物方兴未艾, 预计2030年中国多肽原料药市场规模将达到652.5亿元; 2) 公司产能落地在即, 预测2年内原料药收入扩大一倍以上; 3) 3个“光脚品种”制剂入选集采, 2024H1制剂收入大幅增长48.3%。
- GLP-1RA引领多肽药物快速增长, 多肽原料药蓬勃发展。** 预计2024年全球多肽药物销售达876亿美元, 并将以8.4%的年复合增速持续增长, 于2030年达到1419亿美元。GLP-1药物适用于糖尿病、肥胖等常见症状, 近7年市场规模复合增速达33.7%, 其中司美格鲁肽2023年销售额高达184.5亿美元, 同比增长97.7%。司美格鲁肽等多个热门品种陆续到期, 掀起仿制热潮, 原料药需求大幅增加。GLP-1RA销售快速增长拉动上游多肽原料药需求激增, 预计2030年中国多肽原料药市场规模将达到652.5亿元。
- 多款制剂纳入集采实现放量, 原料制剂一体化成本优势凸显。** 公司拥有10个多肽制剂品种取得14个生产批件。醋酸奥曲肽注射液入选第七批集采、醋酸阿托西班注射液和注射用生长抑素纳入第八批集采, 均实现市场份额快速提升, 带动制剂业务在2024上半年同比增长45.3%。公司储备多个多肽制剂有望中标后续批次集采, 迎来放量增长。同时, 公司原料制剂一体化发展, 成本优势凸显, 2023年制剂板块的毛利率仍然达到75%, 随着集采降低销售费用率, 净利润水平也相对可观。
- 新建产能即将落地, 业绩逐步释放。** 目前拥有原料药年产能404kg, 制剂年产能550万支。公司将加快产能扩建, IPO募投项目“年产395千克多肽原料药生产线项目”2024年下半年将逐步投产, 预计建成投产后将拥有7条新的GLP-1相关原料药生产线, 合计月产量在35kg以上, 同时提升制剂产能315万/支每年, 应对集采巨量需求。目前公司生产线处于满产状态, 市场供不应求, 随着产能逐步投产, 业绩也将逐步释放。
- 盈利预测与投资建议:** 随着公司原料药产能不断落地, GLP-1RA的原料产能供不应求, 原料药板块将迎来快速增长。三款制剂产品入选集采放量增长, 我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为1、1.5和1.9亿元, 对应PE为33、23和18倍, 未来三年归母净利润复合增长率为39%, 考虑到公司未来业务持续快速增长, 建议保持关注。
- 风险提示:** 新药研发不及预期的风险; 原材料成本上涨风险; 原料药竞争加剧导致价格下降的风险、在建项目投产及运营成效或不及预期的风险。

| 指标/年度         | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 435.02 | 570.83 | 752.07 | 910.02 |
| 增长率           | 9.93%  | 31.22% | 31.75% | 21.00% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 70.34  | 104.37 | 153.32 | 188.86 |
| 增长率           | 9.08%  | 48.38% | 46.90% | 23.18% |
| 每股收益EPS(元)    | 0.63   | 0.93   | 1.37   | 1.69   |
| 净资产收益率ROE     | 7.99%  | 10.84% | 14.15% | 15.42% |
| PE            | 50     | 33     | 23     | 18     |
| PB            | 3.97   | 3.63   | 3.22   | 2.85   |

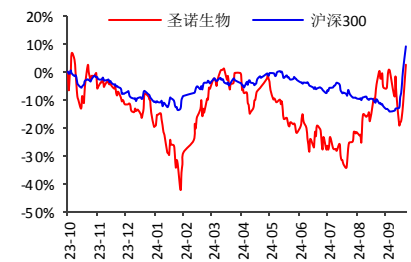
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 阮雯  
执业证号: S1250522100004  
电话: 021-68416017  
邮箱: rw@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 1.12        |
| 流通A股(亿股)    | 1.12        |
| 52周内股价区间(元) | 16.46-34.40 |
| 总市值(亿元)     | 34.93       |
| 总资产(亿元)     | 14.62       |
| 每股净资产(元)    | 7.88        |

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| <b>1 圣诺生物：多肽药物领军企业，主营业务乘势增长</b> ..... | <b>1</b>  |
| 1.1 多肽药深耕者，产品技术储备丰富.....              | 1         |
| 1.2 三大业务支撑发展，营收利润稳健增长.....            | 2         |
| 1.3 公司架构稳定，团队专业凝聚.....                | 4         |
| <b>2 多肽类药快速发展，GLP-1 引领行业发展</b> .....  | <b>6</b>  |
| 2.1 多肽药物具备独特优势，技术不断革新.....            | 6         |
| 2.2 全球多肽药物市场快速发展，国内市场引领增长。.....       | 7         |
| 2.3 大量专利到期，GLP-1RA 药物持续走热.....        | 9         |
| <b>3 三大业务板块持续发力，增长点清晰明确</b> .....     | <b>12</b> |
| 3.1 原料药产品踏准热点，产能落地在即.....             | 12        |
| 3.2 多款制剂入选集采，增长值得期待.....              | 16        |
| 3.3 CDMO 研发项目进展顺利，部分产品上市在即.....       | 19        |
| <b>4 产能大幅提升，技术体现核心优势</b> .....        | <b>21</b> |
| 4.1 在建项目投产在即，凸显规模优势.....              | 21        |
| 4.2 技术储备丰富，研发投入效果明显.....              | 23        |
| <b>5 盈利预测与估值</b> .....                | <b>25</b> |
| 5.1 盈利预测.....                         | 25        |
| 5.2 相对估值.....                         | 26        |
| <b>6 风险提示</b> .....                   | <b>26</b> |

## 图 目 录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 专注于多肽药领域, 多年研发经验.....                         | 1  |
| 图 2: 2024H1 公司营收 2.0 亿元, 稳健增长.....                 | 2  |
| 图 3: 2024H1 实现归母净利润 0.22 亿元.....                   | 2  |
| 图 4: 2024H1 公司各部分收入 (亿元).....                      | 3  |
| 图 5: 2023 年起制剂收入大幅增长, 原料药相对下降 (亿元).....            | 3  |
| 图 6: 公司主营业务毛利率 (%).....                            | 3  |
| 图 7: 公司主营业务毛利占比.....                               | 3  |
| 图 8: 销售费用率逐年下降, 研发投入增加 (%).....                    | 4  |
| 图 9: 公司实际控制人为董事长文永均先生, 拥有多家子公司.....                | 4  |
| 图 10: 多肽类药物及其技术发展历程.....                           | 6  |
| 图 11: 多肽药物市场规模逐年上升, 国内市场增速领先 (亿美元).....            | 8  |
| 图 12: 2019 年多肽药物占据全球药物市场的 5%.....                  | 8  |
| 图 13: 近年来大部分获批多肽药物用于治疗代谢疾病.....                    | 8  |
| 图 14: 中国多肽原料药市场发展趋势预测 (亿元).....                    | 9  |
| 图 15: 中国多肽 CDMO 市场发展趋势预测 (亿元).....                 | 9  |
| 图 16: GLP-1 药物市场规模, 司美格鲁肽后来居上 (亿美元).....           | 10 |
| 图 17: 中国糖尿病患者人数变化趋势, 预计 2045 年将达到 1.74 亿 (亿人)..... | 10 |
| 图 18: 2017 年至今原料药收入及毛利率 (亿元).....                  | 14 |
| 图 19: 2020 年原料药产品收入结构 (亿元).....                    | 14 |
| 图 20: 2017 年至今制剂收入及毛利率 (亿元).....                   | 17 |
| 图 21: 2023 年圣诺在样本医院制剂业务结构 (万元).....                | 17 |
| 图 22: 样本医院圣诺卡贝缩宫素收入略有下降 (万元).....                  | 18 |
| 图 23: 2023 年样本医院卡贝缩宫素竞争格局.....                     | 18 |
| 图 24: 样本医院醋酸奥曲肽注射液市场规模及圣诺收入 (万元).....              | 18 |
| 图 25: 2023 年样本医院醋酸奥曲肽注射液竞争格局 (支).....              | 18 |
| 图 26: 样本医院醋酸阿托西班市场规模及圣诺收入 (万元).....                | 19 |
| 图 27: 2023 年样本医院醋酸阿托西班竞争格局 (支).....                | 19 |
| 图 28: 样本医院注射用生长抑素市场规模及圣诺收入 (万元).....               | 19 |
| 图 29: 2023 年样本医院注射用生长抑素竞争格局 (支).....               | 19 |
| 图 30: CDMO 业务收入持续增长 (亿元).....                      | 20 |
| 图 31: CDMO 业务各子板块占比.....                           | 20 |
| 图 32: 在样本医院圣诺左西孟旦销售额趋于稳定 (万元).....                 | 20 |
| 图 33: 2023 年样本医院左西孟旦竞争格局.....                      | 20 |
| 图 34: 2024 上半年固定资产增加 0.6 亿元.....                   | 23 |
| 图 35: 2023 年来在建工程投入大幅增长.....                       | 23 |
| 图 36: 公司加大研发投入, 积极推动研发进程.....                      | 24 |

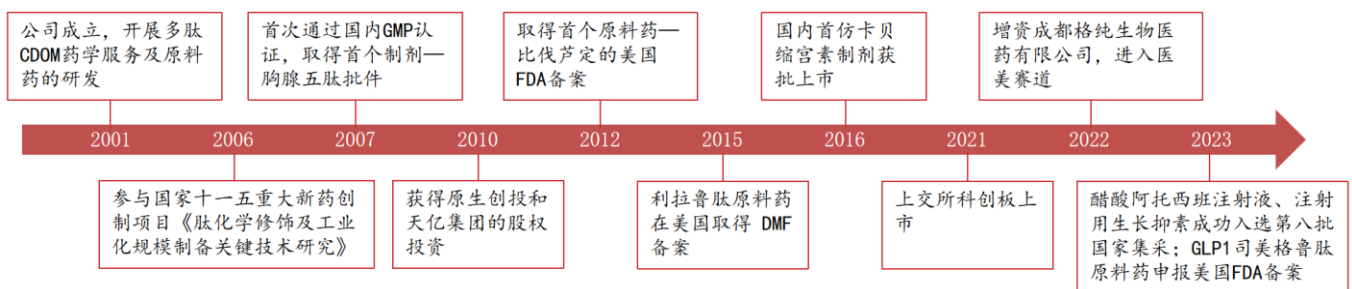
## 表 目 录

|   |    |
|---|----|
| 表 1: 圣诺生物主营业务 .....                         | 2  |
| 表 2: 公司核心高管工作经历简介 .....                     | 5  |
| 表 3: 本激励计划授予的限制性股票的公司层面的业绩考核要求 .....        | 5  |
| 表 4: 多肽药物与小分子化学药、蛋白药的对比 .....               | 7  |
| 表 5: 不同技术路线对比 .....                         | 7  |
| 表 6: 2022 年全球销售额排名前十的多肽药物 .....             | 9  |
| 表 7: 近年来部分多肽药专利到期情况 .....                   | 11 |
| 表 8: 国内企业已完成临床 III 期的主要 GLP-1 药物在研情况 .....  | 11 |
| 表 9: 圣诺生物原料药产品 .....                        | 12 |
| 表 10: 不同品种单价、毛利率差异较大 .....                  | 14 |
| 表 11: 国内企业主要 GLP-1 原料药获得美国 DMF 备案情况 .....   | 14 |
| 表 12: 公司原料药扩产项目情况 .....                     | 15 |
| 表 13: 圣诺生物制剂产品 .....                        | 16 |
| 表 14: 圣诺生物共 7 个品种多肽制剂通过一致性评价, 3 个中标集采 ..... | 17 |
| 表 15: 公司 CDMO 服务客户情况 .....                  | 21 |
| 表 16: 公司现有产能情况 .....                        | 22 |
| 表 17: 公司在建项目情况 .....                        | 22 |
| 表 18: 公司掌握核心技术 .....                        | 23 |
| 表 19: 分业务收入及毛利率 .....                       | 25 |
| 表 20: 可比公司估值 .....                          | 26 |
| 附表: 财务预测与估值 .....                           | 27 |

# 1 圣诺生物：多肽药物领军企业，主营业务乘势增长

公司持续专注于多肽医药领域，把握多肽行业发展趋势，坚持“创新药 CDMO 服务为重点、仿制药为核心”的业务发展模式，聚焦消化系统、免疫系统疾病、抗肿瘤、慢性乙肝、糖尿病及产科等重大疾病领域，不断加大研发投入，提升产品竞争力，推动公司成长为多肽医药前端企业。公司目前拥有多肽制剂、多肽原料药研发制造、CDMO、小分子药物代加工以及多肽药物生产技术转让服务等业务。目前多款多肽原料药通过海内外审批，制剂“醋酸阿托西班注射液”、“注射用生长抑素”以双第一顺位成功入选第八批国家集采。同时公司积极布局工艺改进与产能提升，迎接未来增长。

图 1：专注于多肽药领域，多年研发经验



数据来源：公司官网，西南证券整理

## 1.1 多肽药深耕者，产品技术储备丰富

公司聚焦多肽原料药、制剂全链条研发生产，产品、技术储备丰富。圣诺生物致力于为国内外医药企业提供多肽药学研究和定制生产服务 (CDMO)；自主研发、生产和销售多肽类仿制药原料药和制剂产品；多肽药物生产技术转让服务以及小分子药物左西孟旦的代加工、原料药生产与出口服务。经过多年的研究与开发，公司在多肽药物研发和生产领域积累了先进的核心技术和丰富的研发生产经验，具有自主多肽合成和修饰核心技术。

CDMO 方面，截止 2024 年中，公司已为新药研发企业和科研机构提供了 40 余个项目的多肽创新药药学 CDMO 服务，其中 2 个品种获批上市进入商业化阶段，1 个进入申报生产阶段，20 个进入临床试验阶段。

原料药方面，截止 2024 年中，公司已拥有 19 个自主研发的多肽类原料药品种。在国内市场，公司取得 14 个品种多肽原料药生产批件或激活备案，其中恩夫韦肽、卡贝缩宫素为国内首仿品种；在国外市场，公司利拉鲁肽等 10 个品种获得美国 DMF 备案，其中 9 个品种处于激活状态，可被制剂生产企业引用申报。

制剂方面，在原料药的基础上延伸开发的 10 个多肽制剂品种在国内取得了 14 个生产批件，产品涵盖免疫系统疾病、肿瘤、心血管、慢性乙肝、糖尿病及产科疾病等多肽药物发挥重要作用的领域。

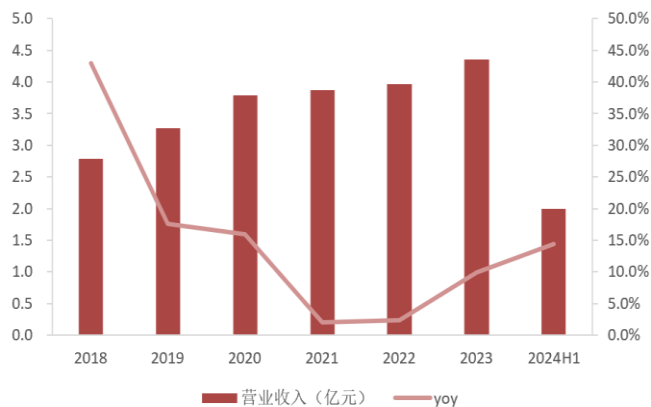
**表 1：圣诺生物主营业务**

| 主营业务 |          | 主要产品/服务  | 业务介绍  |
|------|----------|--|---|
| 原料药  |          | 恩夫韦肽、比伐芦定、依替巴肽、艾替班特、利拉鲁肽、醋酸阿托西班、卡贝缩宫素、醋酸奥曲肽、生长抑素、胸腺五肽、胸腺法新、特立帕肽、齐考诺肽、加尼瑞克、利那洛肽、艾塞那肽、泊沙康唑、枸橼酸倍维巴肽、司美格鲁肽 | 多肽原料药产品均为公司自主选择专利保护期到期药物，进行仿制研发，用于国内外仿制药的生产。  |
| 制剂   |          | 注射用恩夫韦肽、醋酸阿托西班注射液、卡贝缩宫素注射液、醋酸奥曲肽注射液、注射用生长抑素、注射用胸腺法新、注射用胸腺五肽、依替巴肽注射液、艾替班特注射液、泊沙康唑注射液、左西孟旦注射液            | 公司多肽制剂立足于公司多肽原料药规模化生产能力，终端客户为国内医疗机构。公司多肽制剂产品均使用自产原料药生产，具有质量可靠、稳定性好等特点，已在全国 31 个省、自治区、直辖市销售。 |
| CMDO | 药学研究服务   | 为多肽创新药和仿制药提供从工艺路线设计，到小试、中试、工艺验证和质量研究等药学研究服务  | 公司的药学研究服务针对客户筛选或指定的多肽分子进行药学研究，并将形成的研究资料和所生产样品交付客户用于进一步研发或注册申报                               |
|      | 代加工生产服务  | 左西孟旦制剂   | 公司持有左西孟旦原料药和制剂相关的 GMP 证书和药品生产注册批件，负责产品的生产，并获取受托加工费  |
|      | 医药定制研发生产 | 为山东鲁抗、山西锦波、苏州派格生物、百奥泰生物、江苏普莱、哈尔滨医大药业、众生睿创等新药研发企业和科研机构提供了 40 余个项目的多肽创新药药学 CDMO 服务                       | 药物研发及商业化生产所需原料药、制剂产品的全链条定制生产服务  |

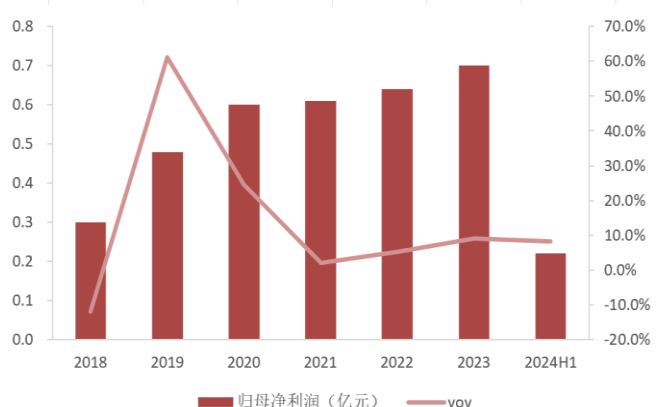
数据来源：公司年报，西南证券整理

## 1.2 三大业务支撑发展，营收利润稳健增长

2024 上半年营收增速回暖，业绩增长势头强劲。2024 上半年公司营收 2.0 亿元，同比增长 14.4%；主要由制剂以及原料药业务的增长推动，两者分别相较上年同期增长 48.3%、11.2%。预计随着两款制剂产品入选第八批集采，将会推动该部分业务收入的进一步增长。同期公司实现归母净利润 0.22 亿元，同比增长 8.1%。

**图 2：2024H1 公司营收 2.0 亿元，稳健增长**


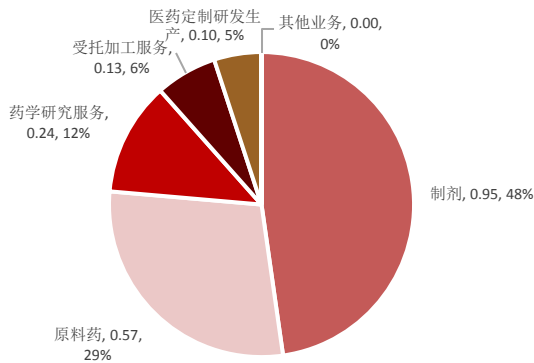
数据来源：Wind，西南证券整理

**图 3：2024H1 实现归母净利润 0.22 亿元**


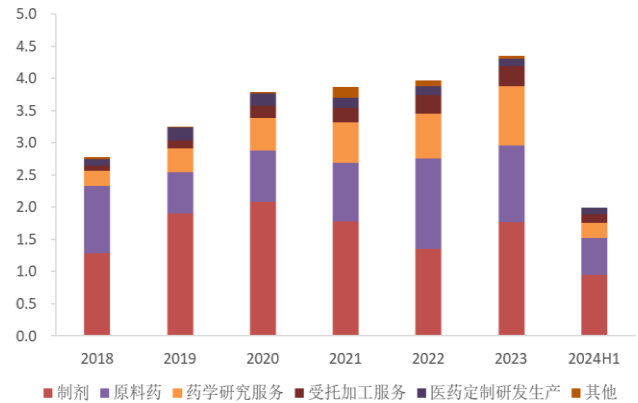
数据来源：公司公告，西南证券整理



**三大核心业务支撑发展，制剂板块表现突出。**公司三大主营业务板块：制剂、原料药、CDMO（包含药学研究服务，代加工生产服务，医药定制研发生产）占总收入达 99.9%。三者 2024 上半年收入分别为 0.95/0.57/0.47 亿元，分别占比 47.7%/28.6%/23.6%。2021-2022 年，受一致性评价和国家集采影响，制剂业务收入有所下滑，2023 年后公司两款制剂产品入选集采，销售收入大幅回升；2024 上半年原料药收入同比增加 11.2%，主要系境外销售增加所致。

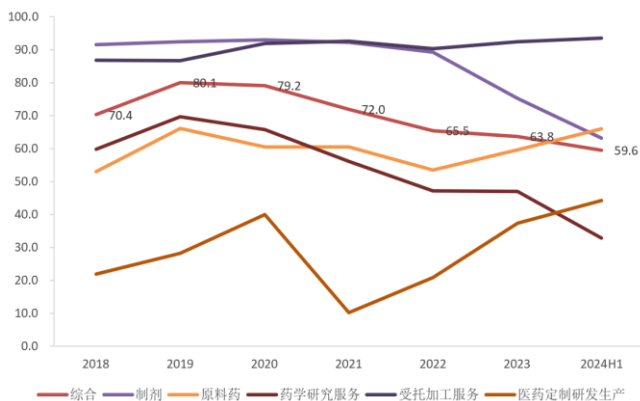
**图 4：2024H1 公司各部分收入（亿元）**


数据来源：Wind, 西南证券整理

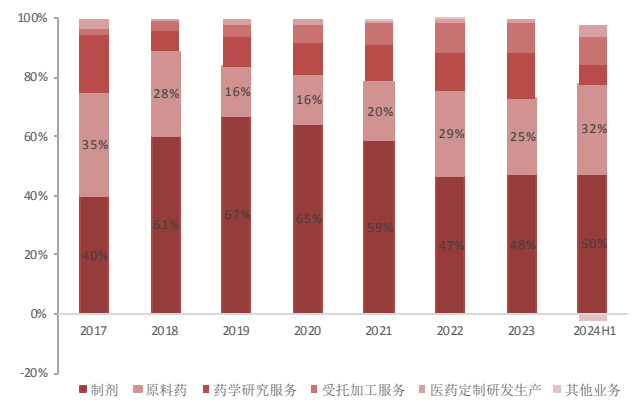
**图 5：2023 年起制剂收入大幅增长，原料药相对下降（亿元）**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**集采影响制剂毛利率水平，原料药毛利率有提升空间。**公司主营业务综合毛利率从 2020 年起略有下滑，但仍处于行业内较高水平。2024 上半年综合毛利率为 59.6%，同比下降 5.3 个百分点，主要系制剂业务纳入集采，以价换量，毛利率下降 20.2 个百分点所致。原料药业务毛利率同比增加 2.4 个百分点，主要系部分工艺优化所致。

**图 6：公司主营业务毛利率 (%)**


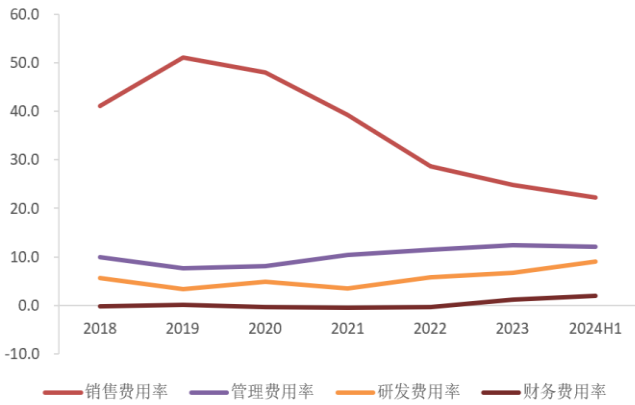
数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 7：公司主营业务毛利占比**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**费用率整体把控良好，结构得到优化。**2018 年-2023，公司销售费用率由 41.1% 下降到 24.8%，主要系制剂药物纳入集采所致；研发费用率由 5.6% 增加到 6.7%，系增加研发项目导致研发费用增加所致；管理费用率和财务费用率略有上升，主要系公司人员增加和贷款利息及汇率变动影响所致。

图 8：销售费用率逐年下降，研发投入增加 (%)

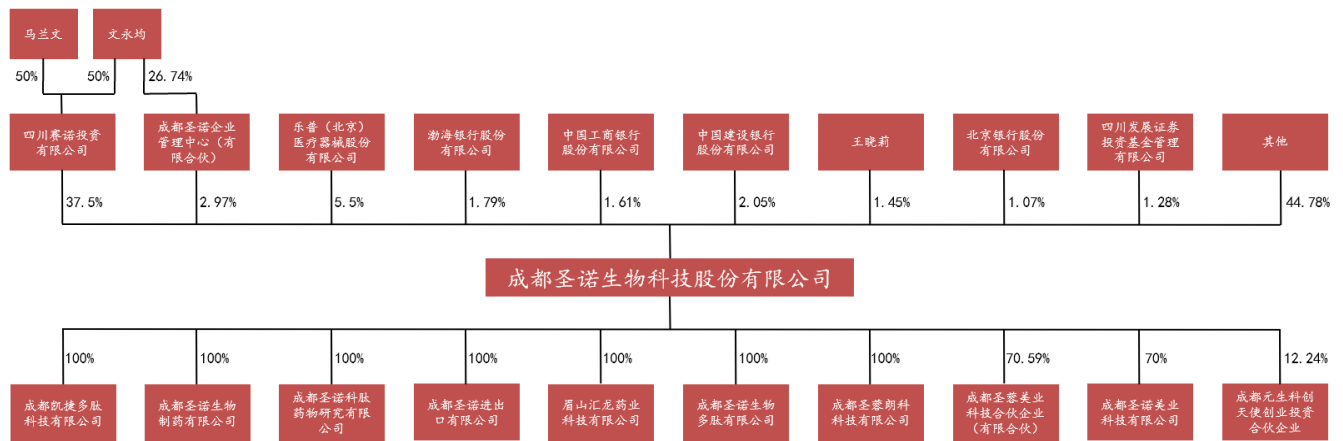


数据来源：Wind, 西南证券整理

### 1.3 公司架构稳定，团队专业凝聚

公司股权结构清晰，董事长为实控人。截至 2024 年 7 月，成都赛诺持有圣诺生物 37.5% 的股份，系公司控股股东；公司实际控制人为董事长文永均，共计持有 19.5% 的股份。成都圣诺企业管理中心（有限合伙）为员工持股平台，持股 2.97%。公司同时控股多家子公司，业务涉及多肽药物的研发、生产、进出口销售以及化妆品原料等，各子公司协同发展，覆盖多肽行业全产业链。

图 9：公司实际控制人为董事长文永均先生，拥有多家子公司



数据来源：Wind, 西南证券整理 (截至 2024.6.30)

董事长具备强科研背景，研发团队高效成熟。公司研发团队由首席科学家、董事长文永均先生创立并组建，其中文永均先生是国内最早研究多肽药物领域的专家之一，曾主持开发了国内第一个获批的多肽药物胸腺五肽、国内首个销售超 20 亿元的多肽药物胸腺法新，先后获得第十届、第十二届国际多肽会议“多肽应用杰出贡献奖”、第二届全国多肽药物研发及规模化生产前沿技术交流会“杰出人才奖”，2017 年入选“成都市有突出贡献的优秀专家”，2018 年入选四川省天府创业领军人才项目，2021 年获得“新兴产业十大杰出企业家”称号，2022 年获得“化工工程”正高级工程师。



公司核心团队成员均具有丰富行业相关经验，曾获得四川省高层次人才引进顶尖创新创业团队称号。对行业的发展趋势和市场需求有较强的把握能力，为公司的持续健康发展奠定了基础。

**表 2：公司核心高管工作经历简介**

| 姓名  | 职务             | 简介   |
|-----|----------------|--|
| 文永均 | 董事长，总经理，核心技术人员 | 曾任海南中和药物研究所所长、成都地奥制药集团有限公司研究所合成一室主任 2013 年 12 月至今，任公司董事长，总经理。  |
| 卢昌亮 | 副总经理，核心技术人员    | 历任海口商务化工有限公司研发技术员、海南贝尔特高科技有限公司技术员、海南福林生物医学实业有限公司研发经理、海南新大洲药业有限公司生产部部长、海南中和集团有限公司副厂长。2016 年 12 月至今，任公司副总经理。     |
| 马中刚 | 副总经理，核心技术人员    | 曾任海南中和药业有限公司研究所副所长、圣诺生物研发部总监、公司监事会主席；2016 年 12 月至今，任公司副总经理。  |
| 王晓莉 | 董事、副总经理        | 曾任成都地奥制药集团有限公司研究所主研人员；圣诺有限监事，董事，副总经理，凯捷多肽副总经理，总经理，圣诺进出口总经理。2013 年 12 月至今，任公司董事，副总经理。                           |
| 余啸海 | 副总经理、董事会秘书     | 曾任长虹美菱股份有限公司财务管理部会计，董事会秘书室证券事务助理；成都泓奇实业股份有限公司证券部部长，证券事务代表；圣诺生物证券部经理，投资者关系总监，证券事务代表。2022 年 1 月至今，任公司董事会秘书、副总经理。 |
| 董华健 | 圣诺生物总监、核心技术人员  | 高级工程师，公司客户定制肽总监。曾任圣诺生物主管和圣诺生物经理。2013 年 1 月至今任圣诺生物总监。   |

数据来源：圣诺生物年报，西南证券整理

公司实施股权激励计划，吸引行业优秀人才。公司采取员工持股方案，成立成都圣诺企业管理中心（有限合伙），作为员工持股平台，共持有股份 2.97%。2023 年，公司计划向 77 名公司高管以及核心技术人员授予限制性股票 224 万股，占公告日总股本的 2%，预留授予价格 15.9 元/股。

**表 3：本激励计划授予的限制性股票的公司层面的业绩考核要求**

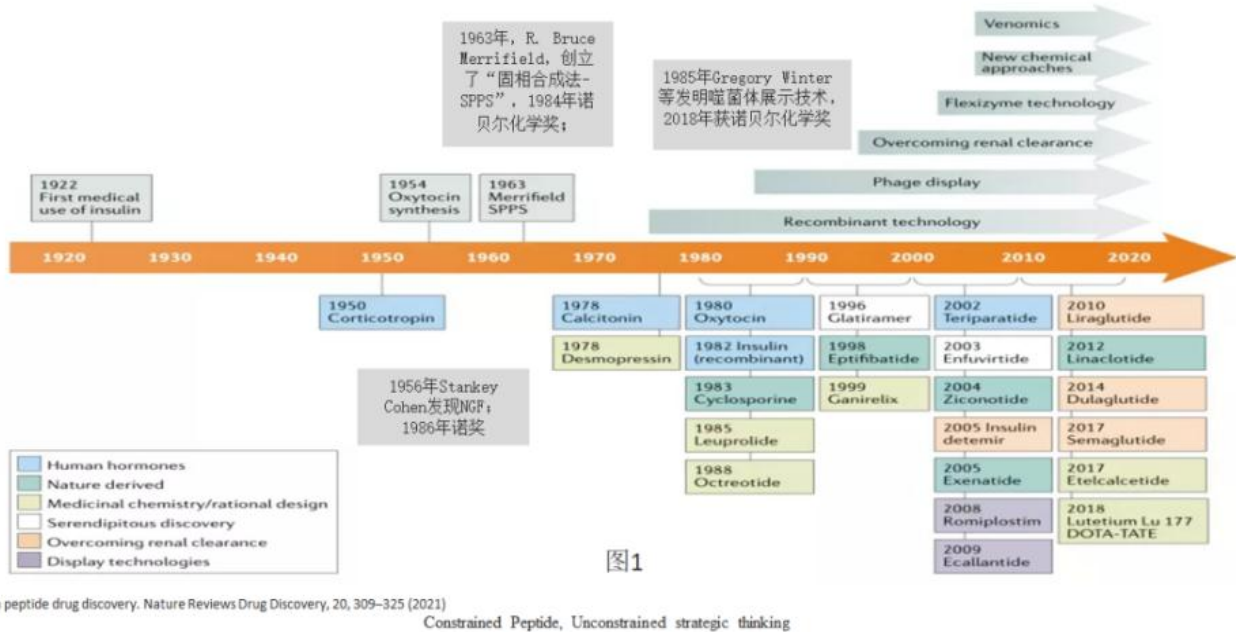
| 归属期                     | 对应考核年度 | 指标一                  |                                       |          |                  | 指标二                            |          |      |  |
|-------------------------|--------|----------------------|---------------------------------------|----------|------------------|--------------------------------|----------|------|--|
|                         |        | 对应考核年度使用的 EBITDA 累计值 | 以 2022 年 EBITDA 为基数，EBITDA 累计值增长率 (A) |          | 对应考核年度使用的营业收入累计值 | 以 2022 年营业收入为基数，营业收入累计值增长率 (B) |          |      |  |
|                         |        |                      | 目标值 (Am)                              | 触发值 (An) |                  | 目标值 (Bm)                       | 触发值 (Bn) |      |  |
| 首次授予的限制性股票以及            | 第一个归属期 | 2023 年               | 2023 年 EBITDA                         | 20%      | 15%              | 2023 年营业收入                     | 20%      | 15%  |  |
| 在 2023 年 9 月 30 日 (含) 前 | 第二个归属期 | 2024 年               | 2023 年和 2024 年两年 EBITDA 累计值           | 182%     | 159%             | 2023 年和 2024 年两年营业收入累计值        | 182%     | 159% |  |
| 授予的预留限制性股票              | 第三个归属期 | 2025 年               | 2023 年、2024 年和 2025 年三年 EBITDA 累计值    | 425%     | 357%             | 2023 年、2024 年和 2025 年三年营业收入累计值 | 425%     | 357% |  |
| 在 2023 年 9 月 30 日 (不含)  | 第一个归属期 | 2024 年               | 2023 年和 2024 年两年 EBITDA 累计值           | 182%     | 159%             | 2023 年和 2024 年两年营业收入累计值        | 182%     | 159% |  |
| 后授予的预留限制性股票             | 第二个归属期 | 2025 年               | 2023 年、2024 年和 2025 年三年 EBITDA 累计值    | 425%     | 357%             | 2023 年、2024 年和 2025 年三年营业收入累计值 | 425%     | 357% |  |

数据来源：圣诺生物公告，西南证券整理

## 2 多肽类药物快速发展，GLP-1 引领行业发展

技术迭代引领多肽药发展，已覆盖多个疾病领域。多肽是由多个氨基酸通过肽键连接而形成的一类化合物，通常由 10~100 个氨基酸分子组成，其连接方式与蛋白质相同，相对分子质量低于 10000。1922 年，人类首次从动物胰腺中提取出胰岛素，标志着肽类治疗领域的开始。从液相合成法到固相合成法，再到如今的多肽组合等生物合成方法，技术的发展为多肽类药物的产业化提供了可能。如今，多肽药物因其成药性强、活性高、特异性好、毒性反应相对较弱等优点，已广泛应用于多种疾病的治疗，如糖尿病、癌症肿瘤、骨质疏松症、多发性硬化症、HIV 感染和慢性疼痛等。

图 10：多肽类药物及其技术发展历程



数据来源：《Trends in peptide drug discovery》，西南证券整理

### 2.1 多肽药物具备独特优势，技术不断革新

多肽药物兼具化学药与蛋白质生物药特点。相比于其他药物，多肽药具有以下优势：

- (1) 高生物活性和特异性：多肽药物通常具有较高的生物活性和特异性，能够精确地靶向特定的生物分子或受体；
- (2) 低毒性：多肽药物的代谢产物通常是氨基酸，易降解，因此它们的毒性很低，同时具有良好的生物相容性；
- (3) 合成技术成熟：多肽的化学合成技术较为成熟，容易与杂质或副产物分离，且容易引入非天然氨基酸；
- (4) 低免疫原性：相比于大分子蛋白，多肽具有较低的免疫原性，减少了免疫系统对药物的清除；
- (5) 膜透过性：多肽相对于大分子药物具有更好的膜透过性，包括血脑屏障的通过性。

**表 4：多肽药物与小分子化学药、蛋白药的对比**

| 对比项  | 多肽药物       | 化学药物    | 蛋白质类药物     |
|------|------------|---------|------------|
| 生物活性 | 高          | 较低      | 高          |
| 选择性  | 高          | 不同药物差异大 | 高          |
| 毒副作用 | 较低         | 一定副作用   | 较低         |
| 生产成本 | 较高         | 较低      | 高          |
| 稳定性  | 较差         | 高       | 高          |
| 免疫原性 | 较低         | 无       | 较高         |
| 靶向性  | 可通过设计提高靶向性 | 较差      | 可通过设计提高靶向性 |

数据来源：《药学进展》等，西南证券整理

**技术不断革新，延长半衰期和制剂创新克服短板。**由于天然的多肽分子稳定性较差，在人体内容易发生脱酰胺、氧化、水解等反应，因而半衰期较短，需要频繁给药，加上天然多肽分子难以突破生物屏障，基本只能通过注射方式给药，给患者带来不便，也阻碍了多肽药物的普及。因此**延长多肽药物半衰期和制剂创新是目前多肽药物研究的重点之一**，行业内现已取得相应进展，在延长多肽药物半衰期方面目前主要采用非天然氨基酸替代肽链中的天然氨基酸或采用脂肪酸、胆固醇、PEG 等多肽进行修饰；在制剂创新方面，多肽药物的口服剂型已取得突破，未来市场将有更多的口服多肽药物上市，大大提高多肽药物的顺应性。

**多条技术路线，固相合成法仍是主流。**目前，多肽类药物的生产技术分为化学合成法和生物合成法，其中化学合成法又分为液相合成法和固相合成法，生物合成法包括酶解法、发酵法、基因重组法。化学合成法通过人工拼接氨基酸获得多肽；生物合成法利用生物体系或生物催化剂获得多肽。目前，固相合成法技术相对成熟，是规模化生产多肽类药物的主流技术。

**表 5：不同技术路线对比**

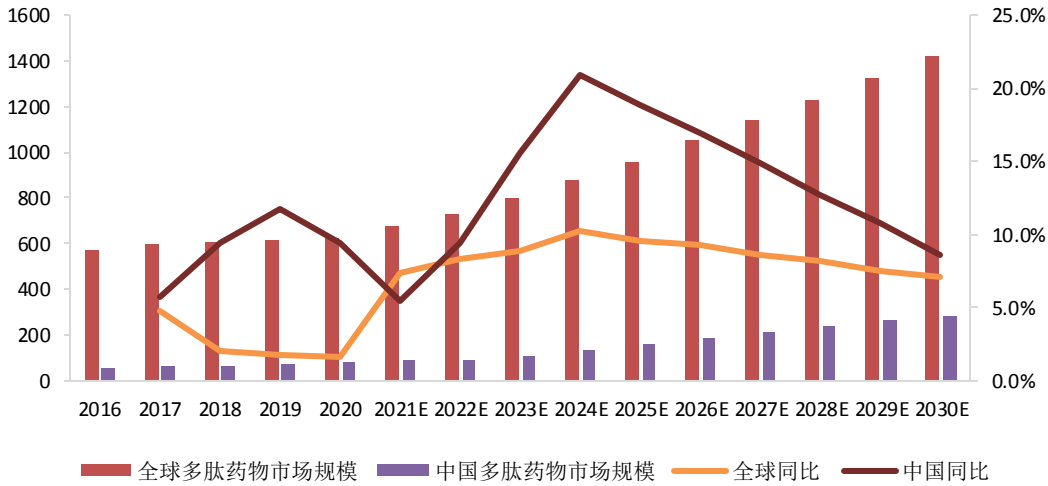
| 分类    | 合成技术  | 原理  | 优点                              | 缺点               |
|-------|-------|---|---------------------------------|------------------|
| 化学合成法 | 液相合成法 | 在液相中使氨基酸分子逐一连接形成目标肽段，分为逐步合成和片段缩合法         | 中间产物可纯化、保护基选择多、成本低、易放大          | 副产物较多、长肽合成效率较低   |
|       | 固相合成法 | 将目标肽的第一个氨基酸以共价键与载体（树脂）相连，以此为起点以此连接氨基酸形成肽段 | 产品纯度较高、合成效率更高、更加环保              | 中间体杂肽难以分离        |
| 生物合成法 | 酶解法   | 利用生物酶降解大分子动物或植物蛋白，获得小分子多肽                 | 表达定向、安全环保、生产成本低，适合长肽、复杂肽的制备、更环保 | 开发周期长、提取纯化困难、产率低 |
|       | 发酵法   | 利用微生物代谢获得多肽                               |                                 |                  |
|       | 基因重组法 | 基于 DNA 重组技术，通过 DNA 序列来控制多肽的序列生成           |                                 |                  |

数据来源：肽研社、CNKI 等，西南证券整理

## 2.2 全球多肽药物市场快速发展，国内市场引领增长。

2022 年全球多肽药物市场规模达 729 亿美元，预计 2023 年将达到 795 亿美元。同时，根据 Frost&Sullivan 的数据，中国的肽类药物市场规模则是从 2016 年的 57.5 亿美元上升至 2020 年的 81.3 亿美元，年复合增速达到了 9%，远远超过了全球增速。近年来中国多肽原料药注册数量快速增长，新品种市场潜力巨大，截至 2023 年底，中国 NMPA 共批准 80 件多肽药物上市，占全球批准上市多肽药物数量 43%。

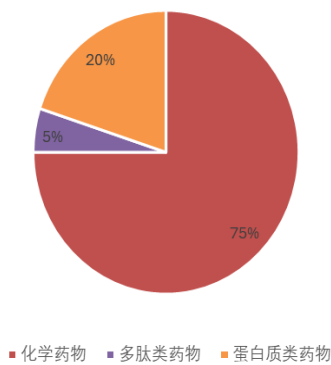
图 11：多肽药物市场规模逐年上升，国内市场增速领先（亿美元）



数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

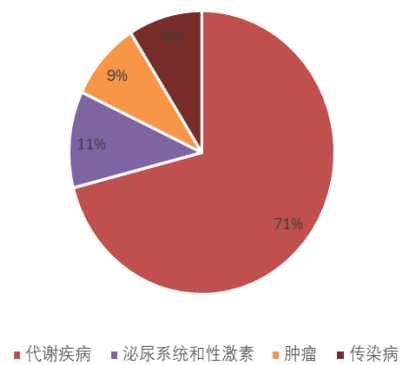
多肽药物发展空间充足，代谢治疗药物占据多数。截止 2023 年 8 月，全球/中国共有 168/80 款多肽药物获批上市，615/164 款处于临床研发阶段。根据《Perspectives》数据显示，2019 年在 1.2 万亿美元的全局药物市场中，小分子药物及大分子蛋白药物占主流，多肽药物市占率约 5%，有着较大的提升空间；从治疗疾病来看，2016-2021 年 NMPA 获批的多肽药物数量有 35 种（同种药物不同剂量算一种），用于代谢疾病治疗领域（如糖尿病、肥胖症等）的有 25 种，用于辅助生殖领域的有 4 种，用于传染病领域的有 3 种，用于肿瘤领域的有 3 种。

图 12：2019 年多肽药物占据全球药物市场的 5%



数据来源：《Trends in peptide drug discovery》，西南证券整理

图 13：近年来大部分获批多肽药物用于治疗代谢疾病



数据来源：湃肽生物招股说明书，西南证券整理

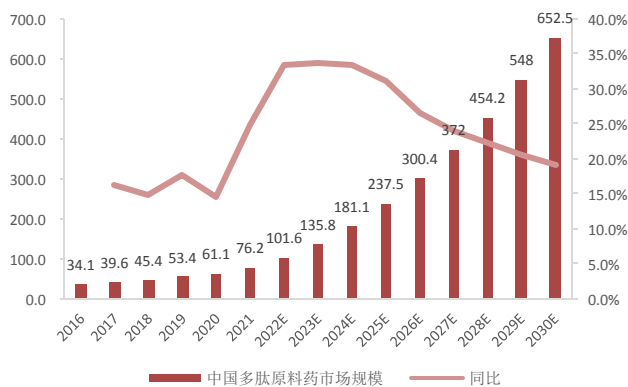
2022 年全球销售额排名前十的多肽药物中以人工胰岛素和非胰岛素类降糖药为主，其中前八名均为糖尿病或肥胖症用药，销售额最高的司美格鲁肽达到 109.14 亿美元。

**表 6：2022 年全球销售额排名前十的多肽药物**

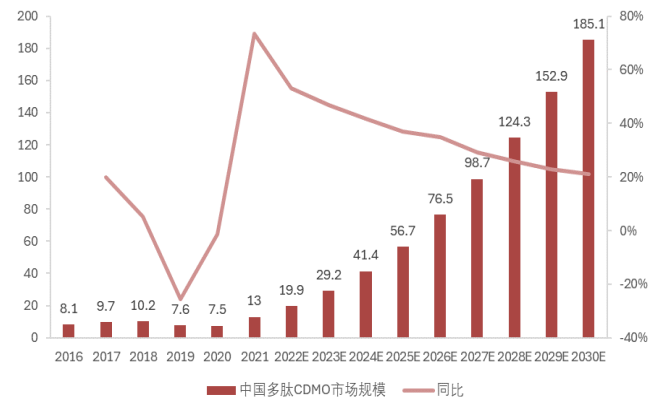
| 排名 | 商品名                     | 通用名   | 厂商        | 适应症                | 治疗领域  | 2022年<br>销售额 | FDA<br>获批日期 | NMPA<br>获批日期 |
|----|-------------------------|-------|-----------|--------------------|-------|--------------|-------------|--------------|
| 1  | Rybelsus                | 司美格鲁肽 | 诺和诺德      | 糖尿病                | 代谢疾病  | 109.14       | 2019年9月     | 2024年1月      |
|    | Ozempic                 |       |           | 糖尿病                |       |              | 2017年12月    | 2021年4月      |
|    | Wegovy                  |       |           | 肥胖症                |       |              | 2021年6月     | 2024年6月      |
| 2  | Trulicity               | 度拉糖肽  | 礼来        | 糖尿病                | 代谢疾病  | 74.4         | 2014年9月     | 2019年2月      |
| 3  | Basaglar/Lantus/Toujeo  | 甘精胰岛素 | 赛诺菲/礼来公司  | 糖尿病                | 代谢疾病  | 43.1         | 2000年4月     | 2003年11月     |
| 4  | NovoMix/Fiasp/NovoRapid | 门冬胰岛素 | 诺和诺德      | 糖尿病                | 代谢疾病  | 35.52        | 2000年6月     | 2002年8月      |
| 5  | Victoza/Saxenda         | 利拉鲁肽  | 诺和诺德      | 糖尿病                | 代谢疾病  | 32.5         | 2010年1月     | 2011年3月      |
| 6  | Humulin/HumanInsulin    | 人胰岛素  | 诺和诺德/礼来公司 | 糖尿病                | 代谢疾病  | 21.76        | 多种          | 多种           |
| 7  | Humalog                 | 赖脯胰岛素 | 礼来公司      | 糖尿病                | 代谢疾病  | 20.61        | 1996年1月     | 2000年4月      |
| 8  | Tresiba                 | 德谷胰岛素 | 诺和诺德      | 糖尿病                | 代谢疾病  | 13.22        | 2015年9月     | 2017年9月      |
| 9  | Nplate                  | 罗米司亭  | 安进制药      | 免疫性血小板减少症          | 自身免疫病 | 13.07        | 2008年8月     | 2022年1月      |
| 10 | Somatuline              | 兰瑞肽   | 益普生       | 胃肠道胰腺神经内分泌肿瘤/类癌综合征 | 肿瘤    | 12.81        | 2007年8月     | 2002年4月      |

数据来源：Frost&amp;Sullivan，西南证券整理

**多肽原料药和多肽 CDMO 实现快速发展。**随着国内鼓励创新药研发和推进仿制药一致性评价工作的政策出台，预计未来将有更多具有显著临床效果的多肽创新药和多肽仿制药获批上市，国内多肽药物市场将进一步扩容。受到多肽药物市场迅速扩张的刺激，中国多肽原料药和 CDMO 市场亦高速发展，原料药市场规模以 17.5% 的年复合增速从 2016 年的 34.1 亿元增长到 2021 年的 76.2 亿元；CDMO 市场以 9.8% 的复合年增长率从 2016 年的 8.1 亿人民币增长至 2021 年的 13.0 亿人民币。

**图 14：中国多肽原料药市场发展趋势预测（亿元）**


数据来源：Frost&amp;Sullivan，西南证券整理

**图 15：中国多肽 CDMO 市场发展趋势预测（亿元）**


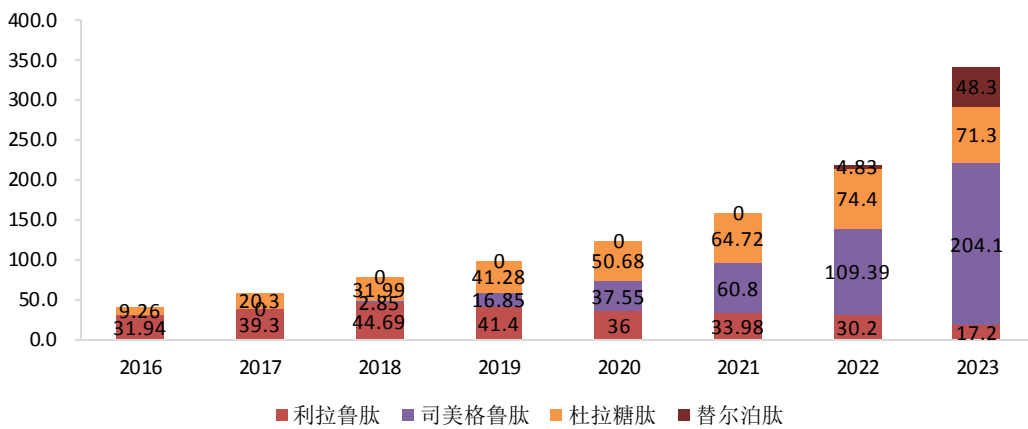
数据来源：Frost&amp;Sullivan，西南证券整理

## 2.3 大量专利到期，GLP-1RA 药物持续走热



**GLP-1RA 成为降糖药和减肥药新选择。**胰高糖素样肽-1受体激动剂 (GLP-1RA) 是近年来的新型降糖药, 通过激活 GLP-1 受体, 以葡萄糖浓度依赖的方式增强胰岛素分泌, 抑制胰高糖素分泌, 并能够延缓胃排空, 通过中枢性的食欲抑制减少进食量, 从而达到降低血糖, 减肥等作用。自 2005 年首款 GLP-1RA 药物上市后, 其市场规模迅速扩大, 近 7 年复合增速达到了 35.2%。目前 GLP-1RA 在肽药品内的市场规模仅次于胰岛素。目前市场上主流 GLP-1RA 药物有利拉鲁肽、司美格鲁肽、替尔泊肽以及杜拉糖肽, 原研厂家为诺和诺德以及礼来。司美格鲁肽、替尔泊肽市场规模正处于快速增长当中。司美格鲁肽 2023 年销售额高达 204.1 亿美元, 同比增长 86.6%; 替尔泊肽 2023 年销售额 48.3 亿美元, 超过利拉鲁肽, 增幅达 900%。可以预见, 随着用药方式便利化程度的提升, GLP-1RA 药物将被越来越多地用于糖尿病和肥胖症的治疗。

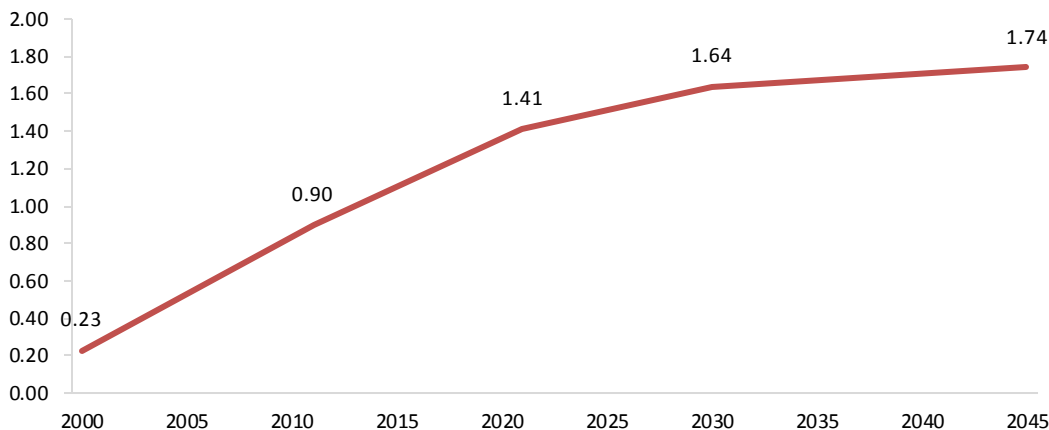
图 16: GLP-1 药物市场规模, 司美格鲁肽后来居上 (亿美元)



数据来源: 诺和诺德年报、礼来年报, 西南证券整理

**国内潜在用户数量巨大。**目前我国批准上市的 GLP-1RA 药物包括艾塞那肽、利拉鲁肽、贝那鲁肽、利司那肽以及艾塞那肽微球等。根据多项研究显示, 2007 年至 2017 年间, 我国总体糖尿病患病率由 9.7% 快速增长至 11.7%, 知晓率也从 39.4% 增加至 53.6%, 预计到 2030 年我国糖尿病患者将达到 1.64 亿人, 降糖药物存在较大的市场需求。同时, 一项大规模研究显示, 按照中国人的 BMI 分级, 34.8% 的人超重, 14.1% 的人肥胖, 肥胖人数高居全球第一。

图 17: 中国糖尿病患者人数变化趋势, 预计 2045 年将达到 1.74 亿 (亿人)



数据来源: 2000 年-2045 年中国糖尿病报告, 西南证券整理



专利集中到期，国产仿制药蓄势待发。近年来，多款 GLP-1RA 药物专利已经或者即将到期，例如司美格鲁肽、杜拉糖肽、索马鲁肽等，国内企业正在积极布局仿制药研究。目前，已有中美华东、正大天晴、通化东宝的利拉鲁肽注射液、仁会生物的贝那鲁肽注射液、青海晨菲的艾塞那肽以及江苏豪森的二肽洛塞那肽获批上市，另有恒瑞医药 GLP-1 产品组合授权给美国 Hercules 公司，交易额超过 60 亿美元。

**表 7：近年来部分多肽药专利到期情况**

| 药物名称  | 专利到期时间 | 治疗疾病   |
|-------|--------|--------|
| 艾塞那肽  | 2016 年 | 糖尿病    |
| 利拉鲁肽  | 2017 年 | 糖尿病    |
| 戈舍瑞林  | 2022 年 | 前列腺癌   |
| 利那洛肽  | 2022 年 | 肠易激综合征 |
| 利司那肽  | 2024 年 | 糖尿病    |
| 杜拉糖肽  | 2024 年 | 糖尿病    |
| 贝那鲁肽  | 2025 年 | 糖尿病    |
| 司美格鲁肽 | 2026 年 | 糖尿病    |

数据来源：公司公告等，西南证券整理

**表 8：国内企业已完成临床 III 期的主要 GLP-1 药物在研情况**

| 药物名称     | 试验题目   | 申办单位                  | 最新状态日期     | 最新状态 |
|----------|--|-----------------------|------------|------|
| 利拉鲁肽注射液  | 利拉鲁肽注射液治疗 2 型糖尿病患者有效性和安全性研究                    | 重庆宸安生物制药有限公司；重庆派金生物科技 | 2023-12-01 | 已完成  |
|          | 利拉鲁肽治疗 2 型糖尿病有效性和安全性研究                         | 江苏万邦生化医药集团有限责任公司      | 2023-04-04 | 已完成  |
|          | 利拉鲁肽注射液减肥 III 期临床试验                            | 杭州九源基因工程股份有限公司        | 2022-07-20 | 已完成  |
|          | 利拉鲁肽注射液治疗 2 型糖尿病的有效性及其安全性研究                    | 广东东阳光生物制药有限公司；广东东阳光药业 | 2022-07-18 | 已完成  |
|          | 利拉鲁肽注射液治疗 2 型糖尿病 III 期临床试验                     | 珠海联邦制药股份有限公司          | 2023-07-26 | 已完成  |
|          | 利拉鲁肽治疗 2 型糖尿病有效性和安全性研究                         | 上海医药工业研究院有限公司；正大天晴药业  | 2022-03-16 | 已完成  |
|          | 利拉鲁肽注射液治疗 2 型糖尿病 III 期临床试验                     | 杭州九源基因工程股份有限公司        | 2021-07-26 | 已完成  |
| 司美格鲁肽注射液 | 司美格鲁肽注射液治疗 2 型糖尿病患者的有效性和安全性研究                  | 上海博唯生物科技有限公司；重庆宸安生物制药 | 2023-06-19 | 已完成  |
|          | 司美格鲁肽注射液与诺和泰®在 2 型糖尿病患者中多中心、随机、开放、平行对照的临床有效性和安 | 丽珠集团新北江制药股份有限公司       | 2024-06-12 | 申报上市 |
|          | 司美格鲁肽注射液降糖 III 期临床试验                           | 杭州九源基因工程股份有限公司        | 2024-04-03 | 申报上市 |
| 玛仕度肽注射液  | 超重或肥胖患者应用 IBI362 的有效性和安全性临床研究                  | 信达生物制药（苏州）有限公司        | 2024-08-08 | 申报上市 |
| 埃诺格鲁肽注射液 | XW003 注射液在成年超重或肥胖受试者中的 III 期临床试验（SLIMMER）      | 杭州先为达生物科技股份有限公司       | 2024-06-25 | 已完成  |
|          | XW003 注射液在二甲双胍控制不佳的成年 2 型糖尿病受试者中的 III 期临床试验    |                       | 2024-07-10 |      |
|          | XW003 注射液在饮食运动干预后血糖控制不佳的 2 型糖                  |                       | 2024-06-14 |      |

| 药物名称    | 试验题目   | 申办单位                         | 最新状态日期     | 最新状态 |
|---------|--|------------------------------|------------|------|
|         | 尿病受试者中的III期临床试验                                    |                              |            |      |
| 维派那肽注射液 | 评价 PB-119对未经治疗的2型糖尿病的有效性和安全性的研究(Perspective 1)     | 派格生物医药(苏州)股份有限公司             | 2024-07-06 | 已完成  |
|         | 评价 PB-119联合二甲双胍治疗2型糖尿病的疗效和安全性的研究(Perspective 2)    |                              | 2024-07-07 |      |
| 阿贝那肽注射液 | 评价 CJC-1134-PC对未经治疗的2型糖尿病的有效性和安全性的研究及PK            | 常山凯捷健生物药物研发(河北)有限公司;         | 2024-04-24 | 申报上市 |
|         | 评价 CJC-1134-PC联合二甲双胍或二甲双胍联合胰岛素促泌剂治疗2型糖尿病的疗效和安全性的研究 |                              |            |      |
| 苏帕鲁肽注射液 | 苏帕鲁肽在二甲双胍治疗后血糖控制不佳的2型糖尿病患者中的有效性和安全性临床研究            | 上海银诺医药技术有限公司; 广州银诺医药集团股份有限公司 | 2023-09-27 | 申报上市 |
|         | 苏帕鲁肽在饮食和运动后血糖控制不佳的2型糖尿病患者中的有效性和安全性临床研究             |                              |            |      |

数据来源: 药智网, 公司公告, 西南证券整理

### 3 三大业务板块持续发力, 增长点清晰明确

#### 3.1 原料药产品踏准热点, 产能落地在即

**产品储备丰富, 开拓全球市场。**截止2024年6月, 公司已拥有19个自主研发的多肽类原料药品种, 治疗领域包括艾滋病、糖尿病、肥胖、心血管疾病、消化道等多个热门领域。在国内市场, 公司取得14个品种多肽原料药生产批件或激活备案, 其中**恩夫韦肽**、**卡贝缩宫素**为国内首仿品种; 在国外市场, 公司**比伐芦定**、**依替巴肽**、**利拉鲁肽**等10个品种获得美国DMF备案, 其中9个品种处于激活状态。客户包括**费森尤斯(Fresenius)**、**Masung**、**DAEHAN**、**华源沙赛**、**海南中和**、**上药第一生化**、**扬子江**等众多国内外知名制药企业。

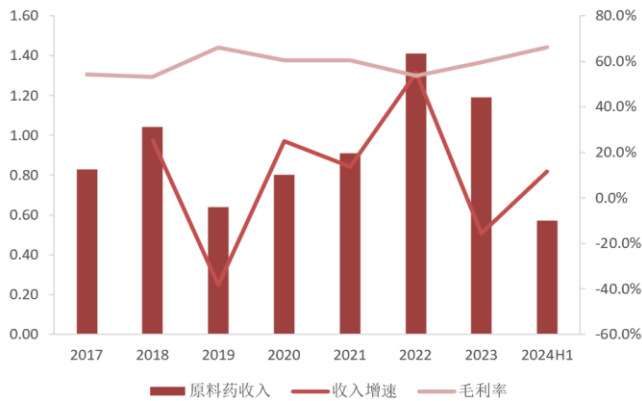
表9: 圣诺生物原料药产品

| 治疗领域 | 原料药名称   | 针对症状及特点   | 国内外注册/备案情况         | 制剂应用情况             |
|------|---------|---|--------------------|--------------------|
| 艾滋病  | 恩夫韦肽    | 与病毒包膜糖蛋白结合, 阻止病毒与细胞膜融合所必需的构象变化, 从而抑制HIV-1的复制。                         | 国内原料药登记(A)/墨西哥注册   | 自有制剂国内上市、客户制剂墨西哥上市 |
| 心血管  | 比伐芦定    | 凝血酶直接抑制剂, 用于PCI手术中的抗凝血。   | 美国DMF备案/国内原料药登记(A) | 客户制剂美国上市、客户制剂国内上市  |
|      | 枸橼酸倍维巴肽 | 血小板糖蛋白受体GPIIb/IIIa拮抗剂   | 国内原料药登记(A)         | 客户制剂国内上市           |
|      | 依替巴肽    | 糖蛋白IIb/IIIa受体拮抗剂, 主要用于急性冠脉综合症和经皮冠脉介入疗法。                               | 美国DMF备案/国内原料药登记(A) | 客户制剂美国申报、自有制剂国内上市  |
| 罕见病  | 艾替班特    | 治疗遗传性血管水肿。  | 美国DMF备案/国内原料药登记(A) | 客户制剂美国申报、自有制剂国内批准  |
|      | 齐考诺肽    | 具有神经元特异性的N型电压敏感性钙通道阻滞剂, 作为一种新型非吗啡类镇痛剂, 抑制初级传入神经末梢兴奋性递质的释放, 具有抗伤害感受作用。 | 取得美国DMF备案          | -                  |
| 糖尿病  | 利拉鲁肽    | 人胰高糖素样肽-1(GLP-1)类似物, 用于成人2型   | 美国DMF备案/国内原料药      | 客户制剂美国申报、          |

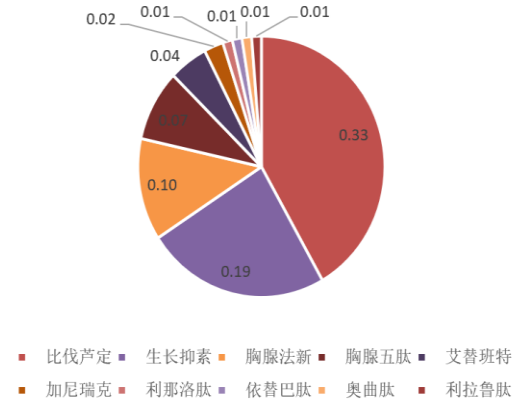
| 治疗领域   | 原料药名称  | 针对症状及特点  | 国内外注册/备案情况                        | 制剂应用情况               |
|--------|--------|--|-----------------------------------|----------------------|
|        |        | 糖尿病患者控制血糖。   | 登记 (I)                            | 自有制剂国内申报             |
|        | 艾塞那肽   | 人胰高糖素样肽-1 (GLP-1) 类似物, 用于成人 2 型糖尿病患者控制血糖。  | 国内原料药登记(A)                        | -                    |
| 糖尿病、减重 | 司美格鲁肽  | 成人 2 型糖尿病患者的血糖控制; 用于长期体重管理   | 取得美国 DMF 备案                       | -                    |
| 产科     | 醋酸阿托西班 | 抑制宫缩, 使环状肽催产素介导的前列腺素分泌减少, 达到保胎的目的。   | 国内原料药登记 (A)                       | 自有制剂国内上市             |
|        | 卡贝缩宫素  | 用于选择性硬膜外或腰麻下剖腹产术后, 以预防子宫收缩乏力和产后出血。   | 国内原料药登记 (A)                       | 自有制剂国内上市             |
| 消化道    | 醋酸奥曲肽  | 1) 肝硬化所致食道-胃静脉曲张出血的紧急治疗, 与特殊治疗 (如内窥镜硬化剂治疗) 合用;<br>2) 预防胰腺术后并发症; 缓解与胃肠内分泌瘤有关的症状和体征。 | 国内原料药登记 (A) / 美国 DMF 备案           | 自有制剂国内上市、客户制剂美国申报    |
|        | 生长抑素   | 治疗静脉曲张出血。  | 国内原料药登记 (A)                       | 自有制剂国内上市、客户制剂国内上市    |
|        | 利那洛肽   | 用于治疗便秘肠易激综合征 (IBS-C) 和慢性特发性便秘 (CIC), 是首个具有此种作用机制的治疗便秘的药物。                          | 取得美国 DMF 备案/国内原料药登记 (I)           | 客户制剂申报               |
| 免疫     | 胸腺五肽   | 免疫调节剂, 适用于恶性肿瘤病人因放疗、化疗导致的免疫功能低下, 慢性乙型肝炎患者免疫调节治疗, 各种细胞免疫功能低下等疾病。                    | 国内原料药登记 (A)                       | 自有制剂国内上市、客户制剂国内上市    |
|        | 胸腺法新   | 免疫调节药物; 慢性乙型肝炎; 作为免疫损害病者的疫苗免疫应答增强剂。本品可增强病者对病毒性疫苗, 例如流感疫苗或乙肝疫苗的免疫应答。                | 国内原料药登记 (A) / 韩国食药管理局注册           | 自有制剂国内上市、客户制剂国内和韩国上市 |
| 骨科     | 特立帕肽   | 用于治疗绝经后女性患者的严重骨质疏松, 通过与靶细胞上的 I 型受体 PTH1R 结合, 发挥甲状旁腺激素对骨骼的生理作用。                     | 取得美国 DMF 备案                       | -                    |
| 肿瘤     | 加尼瑞克   | 在接受辅助生殖技术控制性卵巢刺激方案的妇女中使用, 用于预防过早出现促黄体激素峰。  | 取得美国 DMF 备案/韩国 DMF 备案/国内原料药登记 (A) | 自有制剂国内申报、客户制剂申报      |
| 抗真菌    | 泊沙康唑   | 侵袭性曲霉菌和念珠菌感染预防   | 国内原料药登记(A)                        | 自有制剂国内上市             |

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**总量持续增加, 结构重心转移。**2024 年上半年, 公司原料药业务实现收入 5683 万元, 占总收入的 28.6%。相比上年同期增加 11.2%, 近三年复合增长率为 14.2%。原料药业务内部结构发生较大变化: 2017 年以后, 受海外客户以及竞争加剧等影响, 前主力产品比伐芦定的销售占比总体下降, GLP-1 相关药物收入大幅增长, 成为创收主力。在公司的原料药产品中, 不同品种的单价和毛利率差距较大, 根据 2021 年公司招股书披露数据, 各原料药产品毛利率在行业中具有相对优势。

**图 18：2017 年至今原料药收入及毛利率（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 19：2020 年原料药产品收入结构（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 10：不同品种单价、毛利率差异较大**

| 产品名称  | 销量 (kg) |      | 单价 (元/g) |        | 毛利率 (%) |      |
|-------|---------|------|----------|--------|---------|------|
|       | 2019    | 2020 | 2019     | 2020   | 2019    | 2020 |
| 比伐芦定  | 57.7    | 53.7 | 624.6    | 620.7  | 70.4    | 65.6 |
| 胸腺五肽  | 61.7    | 78.7 | 85.2     | 86.0   | 14.6    | 4.3  |
| 生长抑素  | 7.4     | 14.8 | 1433.9   | 1260.8 | 70.9    | 58.2 |
| 胸腺法新  | 0.4     | 2.0  | 6057.2   | 5180.5 | 43.1    | 59.8 |
| 醋酸奥曲肽 | 0.6     | 0.2  | 2024.8   | 1955.8 | 74.7    | 70.2 |
| 利拉鲁肽  | 0.2     | 0.0  | 8785.2   | 6795.7 | 80.8    | 72.5 |
| 利那洛肽  | 0.3     | 0.2  | 8913.9   | 7596.4 | 59.4    | 56.8 |
| 依替巴肽  | 0.3     | 2.1  | 647.4    | 566.0  | 11.0    | 93.8 |
| 艾替班特  | 0.9     | 1.0  | -        | -      | 87.4    | 94.7 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

**GLP-1RA 药物（利拉鲁肽、司美格鲁肽、替尔泊肽等）将成为原料药业务重要增长点。**2024 上半年 GLP-1RA 原料药收入接近 4000 万，同比增长约 700%。GLP-1RA 原料药技术壁垒较高，公司在该赛道内的产品研发上市进度处于领先地位。目前仅有 9 家企业获得利拉鲁肽或司美格鲁肽的国内原料药登记，圣诺生物为其中之一。同时，公司取得了利拉鲁肽和司美格鲁肽的美国 DMF 备案，为仅有的 5 家中国企业之一；公司产品替尔泊肽原料药也获得了国内生产批件，正在进行工业验证，预计将在下半年申报 FDA 备案，明年中旬完成国内原料药登记。

**表 11：国内企业主要 GLP-1 原料药获得美国 DMF 备案情况**

| 原料药品种 | 注册公司              | DMF 获批时间 | 是否在国内注册 |
|-------|-------------------|----------|---------|
| 司美格鲁肽 | 浙江湃肽生物有限公司        | 2021.03  | 是       |
|       | 厦门赛诺邦格生物科技有限公司    | 2021.04  | 否       |
|       | 江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司 | 2021.11  | 是       |
|       | 深圳健元医药科技有限公司      | 2022.05  | 否       |
|       | 苏州天马医药集团有限公司      | 2023.03  | 是       |
|       | 杭州中美华东制药有限公司      | 2023.07  | 否       |

| 原料药品种 | 注册公司                  | DMF 获批时间 | 是否在国内注册  |
|-------|-----------------------|----------|----------|
|       | 北京质肽生物医药科技有限公司        | 2023.08  | 否        |
|       | 扬州奥锐特药业有限公司           | 2023.09  | 否        |
|       | 重庆宸安生物制药有限公司          | 2023.09  | 否        |
|       | <b>成都圣诺生物科技股份有限公司</b> | 2023.10  | 否        |
|       | 中肽生化有限公司              | 2023.11  | 否        |
|       | 武汉摩尔生物科技股份有限公司        | 2023.11  | 否        |
|       | 哈尔滨吉象隆生物技术有限公司        | 2024.02  | 否        |
|       | 惠升生物制药股份有限公司          | 2024.03  | 否        |
|       | 福建基诺厚普生物科技有限公司        | 2024.03  | 否        |
|       | 深圳瑞德林生物技术有限公司         | 2024.04  | 否        |
|       | 杭州固拓生物科技股份有限公司        | 2024.05  | 否        |
|       | 宁波鲲鹏生物科技股份有限公司        | 2024.06  | 否        |
|       | 杭州信海医药科技有限公司          | 2024.06  | 否        |
| 利拉鲁肽  | <b>成都圣诺生物科技股份有限公司</b> | 2014.06  | <b>是</b> |
|       | 深圳翰宇药业股份有限公司          | 2015.12  | <b>是</b> |
|       | 江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司     | 2018.09  | <b>是</b> |
|       | 深圳健元医药科技有限公司          | 2019.09  | 否        |
|       | 杭州九源基因工程股份有限公司        | 2021.01  | 否        |
|       | 浙江湃肽生物有限公司            | 2021.06  | 否        |
|       | 重庆宸安生物制药有限公司          | 2023.08  | 否        |
| 替尔泊肽  | 江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司     | 2024.02  | 否        |
|       | 哈尔滨吉象隆生物技术有限公司        | 2024.02  | 否        |
|       | 浙江湃肽生物有限公司            | 2024.03  | 否        |
|       | 上海腾迈医药科技有限公司          | 2024.06  | 否        |
|       | 杭州信海医药科技有限公司          | 2024.06  | 否        |

数据来源：药智网，西南证券整理

目前，司美格鲁肽和替尔泊肽药物销量快速增长，GLP-1 原料药仍处于供不应求的状态，虽然随着行业竞争加剧，短期内 GLP-1 原料药价格存在下降趋势，但公司具有成本优势，预计毛利率不会受到太大影响。另外，公司制剂入选集采，自用原料药需求将大幅增加。公司 IPO 募投项目“年产 395 千克多肽原料药生产线项目”截至 2024 上半年主体建设已经完工，预计建成投产后将拥有 7 条新的 GLP-1 相关原料药生产线，月产量在 35kg 以上；多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目亦在有序推进建设当中，建成后将增加原料药产能共 450kg/a，预计在 8 月中下旬 106 车间将率先投入使用，其余生产线将在一年内陆续投产。

表 12：公司原料药扩产项目情况

| 项目名称                | 产品                             | 产品类型 | 建设情况     | 产能提升    | 主要生产车间 |
|---------------------|--------------------------------|------|----------|---------|--------|
| 年产 395 千克多肽原料药生产线项目 | 利拉鲁肽、恩夫韦肽、比伐芦定、依替巴肽、醋酸奥曲肽、胸腺五肽 | 原料药  | 主体建设已完工  | 395kg/a | 眉山汇龙   |
| 多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目 | 比伐芦定                           |      | 主体建设已完工， | 100kg/a | 106    |
|                     | 醋酸阿托西班                         |      | 最快于下半年投产 | 30kg/a  | 107    |



| 项目名称 | 产品          | 产品类型 | 建设情况 | 产能提升    | 主要生产车间 |
|------|-------------|------|------|---------|--------|
|      | 胸腺五肽        |      |      | 190kg/a | 101    |
|      | 依替巴肽        |      |      | 20kg/a  | 101    |
|      | 泊沙康唑        |      |      | 8kg/a   | 104B   |
|      | 自主工艺多肽原料药研发 |      |      | 10kg/a  | 105    |
|      | CDMO 服务创新多肽 | CDMO |      | 92kg/a  | 108    |

数据来源：圣诺生物多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目环境影响报告书，西南证券整理

### 3.2 多款制剂入选集采，增长值得期待

**制剂品种丰富，具备完整供应链。**圣诺生物目前共有 10 个多肽制剂品种在国内取得了 14 个生产批件，另外还有小分子药物左西孟旦已通过一致性评价。产品涵盖免疫系统疾病、肿瘤、心血管、慢性乙肝、糖尿病及产科疾病等多肽药物发挥重要作用的领域。公司制剂产品均在相应原料药的基础上开发而来，具备完整供应链，成本和质量方便控制。另外，公司在大邑县投资新建研发多肽制剂生产线，是公司全新的总部基地，截至 2024 上半年主体建设已经完工，项目建设完成后，公司将新增多肽制剂产能 315 万支/年。

表 13：圣诺生物制剂产品

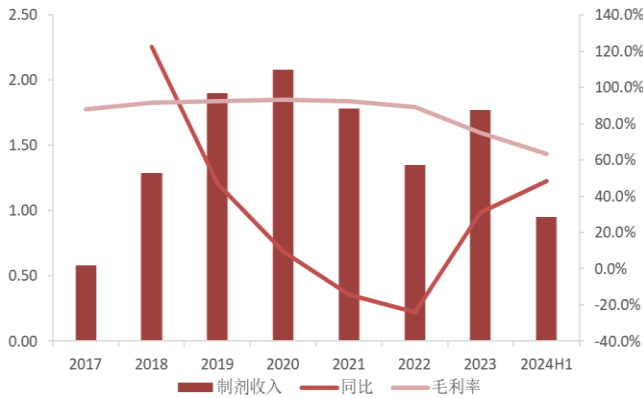
| 产品名称      | 制剂用途  | 规格                         | 取得批件情况      | 医保情况  |
|-----------|---|----------------------------|-------------|---|
| 醋酸阿托西班注射液 | 治疗胎儿早产药物，可抑制宫缩，使环状肌催产素介导的前列腺素分泌减少，达到保胎的目的   | 5ml: 37.5mg; 0.9ml: 6.75mg | 取得国内批件、新药证书 | 国家医保乙类  |
| 注射用恩夫韦肽   | 抗艾滋病药物，为合成肽类 HIV 融合抑制药，可与病毒包膜糖蛋白结合，阻止病毒与细胞膜融合所必需的构象变化，从而抑制 HIV-1 的复制                        | 108mg                      | 取得国内批件、新药证书 | 2022 年 1 月 1 日调出《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录 (2021 年)》 |
| 卡贝缩宫素注射液  | 用于选择性硬膜外或腰麻下剖腹产术后，以预防子宫收缩乏力和产后出血  | 1ml: 100μg                 | 取得国内批件      | 国家医保乙类  |
| 醋酸奥曲肽注射液  | 肝硬化所致食道-胃静脉曲张出血的紧急治疗，与特殊治疗（如内镜硬化剂治疗）合用；预防胰腺术后并发症；缓解与胃肠内分泌瘤有关的症状和体征                          | 1ml: 0.1mg; 1ml: 0.3mg     | 取得国内批件      | 国家医保乙类  |
| 注射用生长抑素   | 治疗静脉曲张出血  | 0.25mg; 0.75mg; 3mg        | 取得国内批件      | 国家医保乙类  |
| 注射用胸腺法新   | 免疫调节药物；慢性乙型肝炎；作为免疫损害患者的疫苗免疫应答增强剂。免疫系统功能受到抑制者，包括接受慢性血液透析和老年病患，本品可增强病者对病毒性疫苗，例如流感疫苗或乙肝疫苗的免疫应答 | 1.6mg                      | 取得国内批件      | 国家医保乙类（限工伤）                                       |
| 注射用胸腺五肽   | 免疫调节剂，适用于恶性肿瘤病人因放疗、化疗导致的免疫功能低下，慢性乙型肝炎患者免疫调节治疗，各种细胞免疫功能低下等疾病                                 | 1mg                        | 取得国内批件      | -   |
| 依替巴肽注射液   | 糖蛋白 IIb/IIIa 受体拮抗剂，主要用于急性冠脉综合症和经皮冠脉介入疗法   | 10ml: 20mg                 | 取得国内批件      | 国家医保乙类  |
| 艾替班特注射液   | 治疗遗传性血管水肿   | 3ml: 30mg                  | 取得国内批件      | 国家医保乙类  |
| 泊沙康唑注射液   | 侵袭性曲霉病的治疗   | 16.7ml: 0.3g               | 取得国内批件      | -   |

数据来源：公司公告，西南证券整理



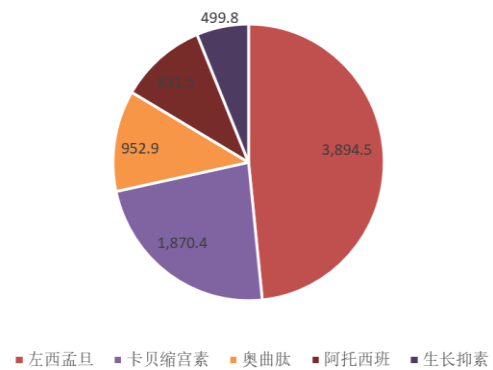
“光脚品种”中标集采，销售迎来放量。目前公司多个品种相继进入集采，其中醋酸奥曲肽注射液入选第七批全国药品集采，醋酸阿托西班注射液（规格：0.9ml:6.75mg、5ml:37.5mg）和注射用生长抑素（规格：3mg）入选第八批全国药品集采，入选后销量大幅增长。但也有产品受一致性评价和集采影响，销量短期内下滑。实施集采前期，公司核心产品销售承压，制剂业务短暂下滑，但随着多款产品通过一致性评价和入选集采，制剂业务收入在 2023 年实现反弹。同时 2024 上半年，该业务实现收入 9456.5 万元，相较去年同期大幅上涨 48.3%。但产品纳入集采之后，毛利率有所下降。

图 20：2017 年至今制剂收入及毛利率（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：2023 年圣诺在样本医院制剂业务结构（万元）



数据来源：PDB 数据库，西南证券整理

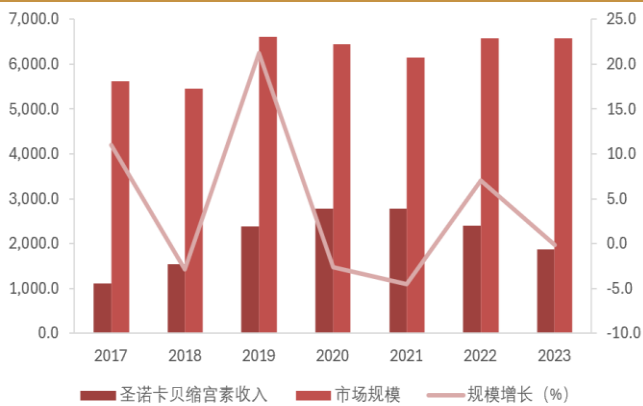
表 14：圣诺生物共 7 个品种多肽制剂通过一致性评价，3 个中标集采

| 制剂名称      | 获批时间    | 一致性评价 | 国内上市厂家 | 过评厂家 | 集采情况      | 2022 年市场规模 (亿元) |
|-----------|---------|-------|--------|------|-----------|-----------------|
| 醋酸奥曲肽注射液  | 2020.11 | 通过    | 23     | 17   | 第七批集采 中标  | 15.2            |
| 注射用恩夫韦肽   | 2023.08 | 未进行   | 1      | -    | 未集采       | -               |
| 卡贝缩宫素注射液  | 2020.11 | 通过    | 10     | 10   | 第九批集采 未中标 | 3.1             |
| 醋酸阿托西班注射液 | 2022.07 | 通过    | 9      | 8    | 第八批集采 中标  | 6.4             |
| 注射用生长抑素   | 2023.03 | 通过    | 19     | 12   | 第八批集采 中标  | 15.7            |
| 注射用胸腺法新   | 2023.04 | 通过    | 17     | 12   | 第五批集采 未中标 | 24.5            |
| 注射用胸腺五肽   | 2023.08 | 未进行   | 48     | -    | 未集采       | 2.4             |
| 依替巴肽注射液   | 2020.12 | 未通过   | 8      | 8    | 第七批集采 未中标 | 1.3             |
| 艾替班特注射液   | 2023.04 | 通过    | 3      | 2    | 未集采       | 0.1             |
| 泊沙康唑注射液   | 2024.04 | 通过    | 13     | 12   | 未集采       | 6.7             |

数据来源：公司公告，西南证券整理

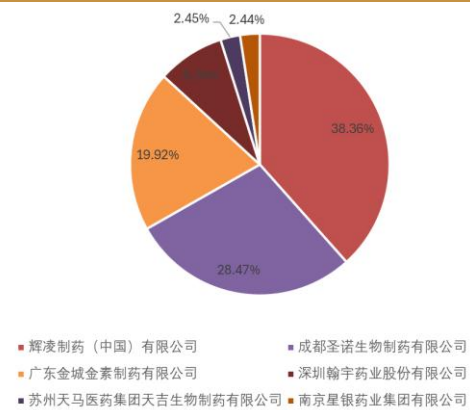
卡贝缩宫素用于选择性硬膜外或腰麻下剖腹产术后，以预防子宫收缩乏力和产后出血。卡贝缩宫素原研厂家为辉凌制药，本公司于 2016 年完成了国内首仿。圣诺生物的卡贝缩宫素注射液已通过一致性评价，但在 2024 年的第九次集采中，公司产品并未入选，可能会对近期内的该产品销量造成一定影响。目前在样本医院，卡贝缩宫素的市场规模趋于稳定，圣诺生物该产品 2023 年市占率为 28.5%，略有下降，但仍处于领先。单价方面也呈下降趋势，从 2017 年的 228.7 元/支下降为 2023 年的 130.0 元/支。

图 22: 样本医院圣诺卡贝缩宫素收入略有下降 (万元)



数据来源: PDB 数据库, 西南证券整理

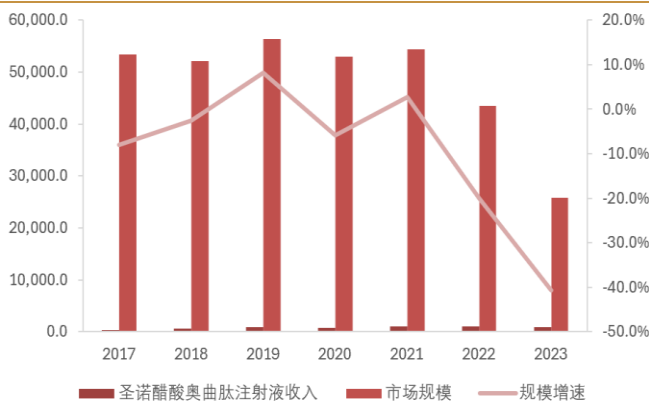
图 23: 2023 年样本医院卡贝缩宫素竞争格局



数据来源: PDB 数据库, 西南证券整理

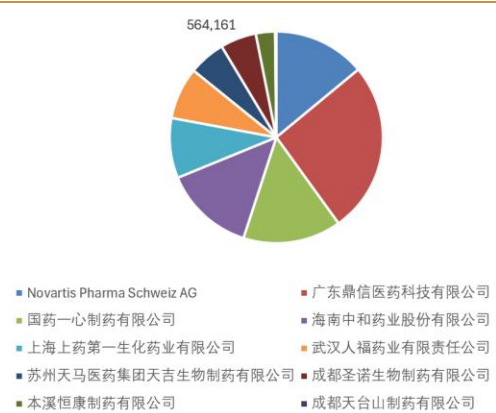
**醋酸奥曲肽**用于肢端肥大症, 肝硬化所致食管-胃静脉曲张出血的紧急治疗, 与特殊治疗 (如内窥镜硬化剂治疗) 合用; 预防胰腺术后并发症; 缓解与胃肠内分泌肿瘤有关的症状和体征。醋酸奥曲肽原研厂家为诺华生物, 成都天台山制药公司于 2003 年完成国内首仿。圣诺生物的醋酸奥曲肽注射液已通过一致性评价, 并入选 2022 年第七次全国药品集采。2023 年公司该产品的销量大幅增长 165%, 但单价受集采影响由 2022 年的 47.1 元/支下降到 16.9 元/支。目前该产品市场竞争格局较为激烈, 公司市占率还有较大提升空间。

图 24: 样本医院醋酸奥曲肽注射液市场规模及圣诺收入 (万元)



数据来源: PDB 数据库, 西南证券整理

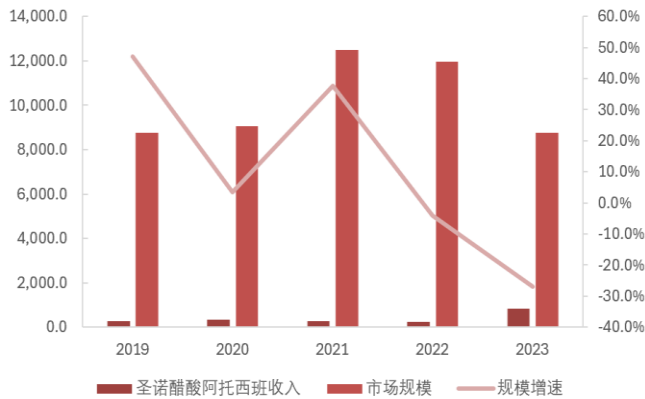
图 25: 2023 年样本医院醋酸奥曲肽注射液竞争格局 (支)



数据来源: PDB 数据库, 西南证券整理

**醋酸阿托西班**可在受体水平对人催产素产生竞争性抑制作用, 从而抑制宫缩, 推迟即将到来的早产。醋酸阿托西班原研厂家为辉凌制药, 海南中和药业于 2013 年完成国内首仿。圣诺生物的醋酸阿托西班注射液已通过一致性评价, 并以第一顺位入选第八次全国药品集采, 2023 年 7 月开始执行, 为期三年。2023 年公司该产品的销量和收入都大幅增长, 在样本医院的销售收入增幅达 245.3%。单价受集采影响有所下降, 从 2022 年 631.4 元/支的下降到 69.9 元/支。竞争格局上看, 公司销量处于领先地位。

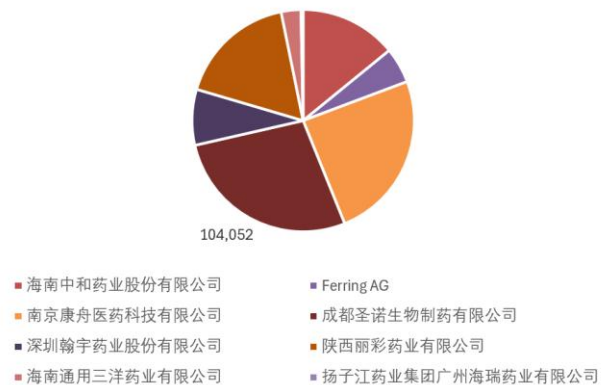
图 26：样本医院醋酸阿托西班市场规模及圣诺收入（万元）



数据来源：PDB 数据库，西南证券整理

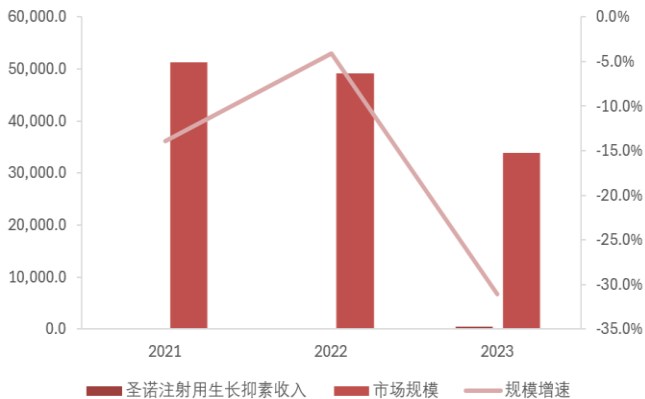
生长抑素全称“生长激素释放抑制激素”，是一种垂体激素释放抑制类药，适用于急性胃溃疡出血、糜烂和出血性胃炎所致的出血、严重的急性食道静脉曲张出血、胰胆和胃肠痿及急性胰腺炎的治疗以及胰腺术后并发症的预防。注射用生长抑素的原研厂家为默克生物，海南中和于 2003 年完成国内首仿。圣诺生物的注射用生长抑素已通过一致性评价，并以第一顺位入选第八次全国药品集采。2022、2023 年，公司注射用生长抑素销量和销售收入均大幅增长，2023 年在样本医院销售收入同比增长 198.2%，但单价有所下降，从 2022 年的 77.9 元/支下降到 10.6 元/支。目前该产品竞争激烈，但公司产品入选集采，市场份额有望进一步提高。

图 27：2023 年样本医院醋酸阿托西班竞争格局（支）



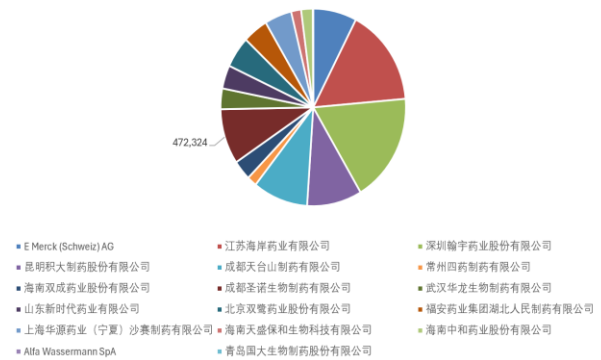
数据来源：PDB 数据库，西南证券整理

图 28：样本医院注射用生长抑素市场规模及圣诺收入（万元）



数据来源：PDB 数据库，西南证券整理

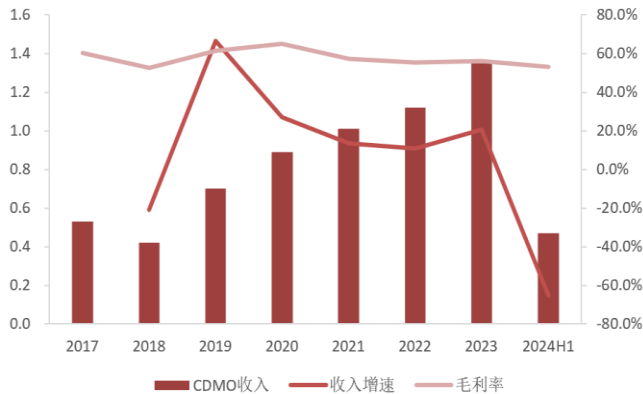
图 29：2023 年样本医院注射用生长抑素竞争格局（支）



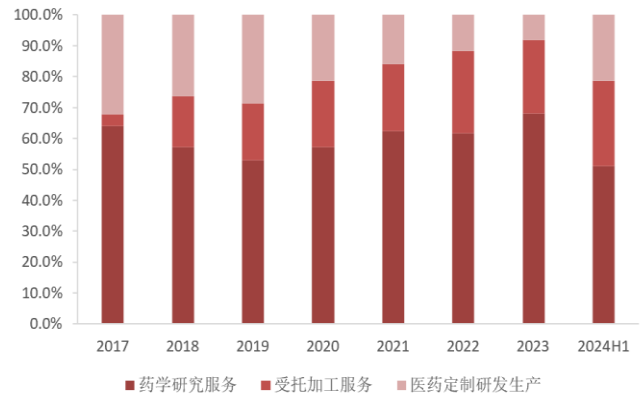
数据来源：PDB 数据库，西南证券整理

### 3.3 CDMO 研发项目进展顺利，部分产品上市在即

长期保持增长，短期有所波动。随着国内外药企对多肽药的投入不断增加，圣诺生物 CDMO 业务快速发展。公司 CDMO 业务分为 3 个子板块：药学研究服务、受托加工服务和医药定制研发生产。2024 上半年，CDMO 业务共实现收入 0.47 亿元，三个子板块分别实现收入 0.24/0.13/0.10 亿元，相较去年同期有所下滑，但在过去五年均取得增长。CDMO 业务受外部因素如企业融资情况、研发意愿等影响较大，短期内有所波动。但公司 CDMO 业务数量总体保持稳定，影响主要体现在单价方面。

**图 30: CDMO 业务收入持续增长 (亿元)**


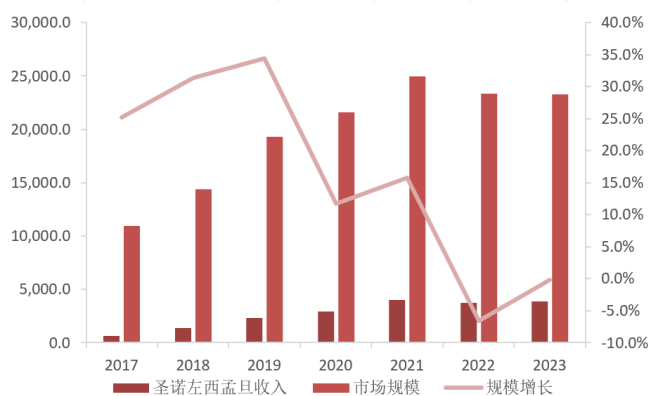
数据来源: PDB 数据库, 西南证券整理

**图 31: CDMO 业务各子板块占比**


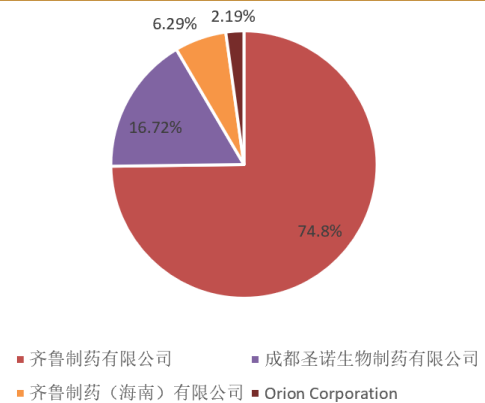
数据来源: PDB 数据库, 西南证券整理

公司受托加工服务业务主要是与北京海合天科技开发有限公司进行合作, 公司只负责左西孟旦注射液的加工环节。左西孟旦原料药及注射剂所涉主要原材料(主要是“光学活性胺”)须从北京海合天采购, 左西孟旦注射液销售价格及销售对象由北京海合天指定, 公司获取的利润仅为左西孟旦注射液加工费。

**左西孟旦**是一种治疗心力衰竭的药物, 适用于传统治疗疗效不佳, 并且需要增加心肌收缩力的急性失代偿心力衰竭 (ADHF) 的短期治疗。左西孟旦原研厂家为奥赖恩, 2019 年齐鲁制药完成国内首仿。圣诺生物的左西孟旦注射液于 2024 年 2 月 21 日通过一致性评价。目前左西孟旦的市场规模趋于稳定, 在样本医院, 圣诺的市场占有率为 16.7%。该品种龙头企业是齐鲁制药, 占比达 74.8%。单价方面, 近年来下降后趋于稳定, 2023 年为 1492.4 元/支, 相对 2017 年单价降幅为 23.7%。

**图 32: 在样本医院圣诺左西孟旦销售额趋于稳定 (万元)**


数据来源: PDB 数据库, 西南证券整理

**图 33: 2023 年样本医院左西孟旦竞争格局**


数据来源: PDB 数据库, 西南证券整理

**客户数量质量俱佳, 赋能公司长久发展。**公司先后为山东鲁抗、山西锦波、派格生物、百奥泰制药、江苏普莱、哈尔滨医大药业、众生睿创等新药研发企业和科研机构提供了 40 余个项目的多肽创新药药理学 CDMO 服务, 其中 2 个品种获批上市进入商业化阶段, 1 个进入申报生产阶段, 20 个进入临床试验阶段。2024 年, 公司为客户“百奥泰生物制药股份有限公司”提供 CDMO 服务的产品枸橼酸倍维巴肽注射液获批上市。另外, 派格生物和众生睿创的服务研发项目为 GLP-1RA 药物, 公司有望在药品上市之后, 利用自身产能获取大量

后续订单。CDMO 业务不仅能为公司带来财务收益，同时还完成了技术和客户积累，为将来自主研发多肽创新药打下基础。

**表 15：公司 CDMO 服务客户情况**

| 序号 | 适应症     | 药品名称              | 服务客户                          | 所处阶段     |
|----|---------|-------------------|-------------------------------|----------|
| 1  | 抗艾滋病    | 注射用艾博韦泰           | 前沿生物药业（南京）股份有限公司              | 获批上市     |
| 2  | 心血管     | 枸橼酸倍维巴肽注射液        | 百奥泰生物制药股份有限公司                 | 获批上市     |
| 3  | 糖尿病     | 维派那肽/聚乙二醇化艾塞那肽注射液 | 派格生物医药（苏州）股份有限公司              | 申报生产     |
| 4  | 抗菌      | 抗菌肽 PL-5 喷雾剂      | 长春普莱医药生物技术有限公司/江苏普莱医药生物技术有限公司 | 临床 III 期 |
| 5  | 心血管     | 注射用吗利福肽           | 八加一药业股份有限公司                   | 临床 II 期  |
| 6  | 抗肿瘤     | 注射用 HYD-PEP06     | 哈尔滨医大药业股份有限公司/珠海市藤栢医药有限公司     | 临床 II 期  |
| 7  | 抗病毒     | EK1 雾化剂           | 山西锦波生物医药股份有限公司                | 临床 II 期  |
| 8  | 心力衰竭    | 注射用 GNP           | 雷恩康亚(深圳)生物医药科技有限公司            | 临床 II 期  |
| 9  | 抗病毒     | 注射用利普韦肽           | 山西康宝生物制品股份有限公司                | 临床 II 期  |
| 10 | 脑卒中     | 注射用 BXOS110       | 拜西欧斯（北京）生物技术有限公司              | 临床 II 期  |
| 11 | 糖尿病、肥胖  | RAY1225 注射液       | 广东众生睿创生物科技有限公司                | 临床 II 期  |
| 12 | 抗肺纤维化   | 注射用 HTPEP-001     | 成都惠泰生物医药有限公司                  | 临床 I 期   |
| 13 | 心血管     | 注射用普瑞巴肽           | 陕西麦科奥特科技有限公司/山东丹红制药有限公司       | 临床 I 期   |
| 14 | 特发性肺纤维化 | TB-B002D 注射液      | 深圳市图微安创科技开发有限公司               | 临床 I 期   |
| 15 | 糖尿病肾脏病  | TB-D004C 注射液      | 深圳市图微安创科技开发有限公司               | 临床 I 期   |
| 16 | 肝纤维化    | 注射用 TB001         | 深圳市图微安创科技开发有限公司               | 临床 I 期   |
| 17 | 骨坏死     | RAB001 注射液        | 中山莱博瑞辰生物医药有限公司                | 临床 I 期   |
| 18 | 脑卒中     | 注射用 ZKLJ02        | 云南中科龙津生物科技有限公司                | 临床 I 期   |
| 19 | 乳腺癌     | 注射用 KMHH-03       | 浙江康明海慧生物科技有限公司                | 临床 I 期   |
| 20 | 糖尿病     | Exd391209 注射液     | 成都奥达生物科技有限公司                  | 临床 I 期   |
| 21 | 抗病毒     | 注射用 LP-98         | 山西康宝生物制品股份有限公司                | 临床 I 期   |
| 22 | 抗肿瘤     | 注射用 SC-101        | 上海药明康德新药开发有限公司                | 临床 I 期   |
| 23 | 糖尿病、肥胖  | HDM1005 注射液       | 杭州中美华东制药有限公司                  | 临床 I 期   |

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 产能大幅提升，技术体现核心优势

### 4.1 在建项目投产在即，凸显规模优势

公司业务快速发展，市场需求巨大。近年来，公司核心业务以及多肽行业快速发展：GLP-1RA 药物持续走热，相关原料药供不应求；同时公司三款“光脚”产品中标集采，面临放量式增长。公司提前布局产能建设，现有 101、102、103 三个原料药车间，设计年产能 1504kg，2023 年 8 月受新修订管理规范等影响，现实际年产能 404kg，处于满产状态。另有 201、202 制剂车间，目前年产量 550 万支。



**表 16：公司现有产能情况**

| 项目名称                         | 产品   | 现有实际规模      | 产品类型       | 主要生产车间  |
|------------------------------|--|-------------|------------|---------|
| 多肽药物生产线项目                    | 醋酸特利加压素  | 研发：4kg/a    | 注射剂原料(原料药) | 101     |
|                              | 注射用醋酸特利加压素   | 4kg(80万瓶)/a | 冻干粉剂       | 201     |
| 现代生物技术多肽药物产业化基础项目            | (利拉鲁肽、艾替班特、胸腺法新、奥曲肽、兰瑞肽、艾塞那肽、PB-105、PB-119、普瑞巴肽、抗菌肽、特立帕肽、生长抑素、胸腺五肽、恩夫韦肽、卡贝缩宫素、醋酸阿托西班、比伐芦定、依替巴肽、八题非班、艾博卫泰、加尼瑞克、地加瑞克、利普韦肽、精氨酸加压素、曲普瑞林、奈西立肽、齐考诺肽) 中间体 | 400kg/a     | 原料药        | 102、103 |
| 现代生物技术多肽药物产业化基地废溶剂综合利用技术改造项目 | 乙腈、二甲基甲酰胺、二氯甲烷、三氯乙酸  | 3000t/a     | 规格：≥99.5%  | 401     |
| 制剂生产线技术改造项目                  | 注射用恩夫韦肽冻干粉剂  | 30万只/a      | 冻干粉剂       | 202     |
|                              | 注射用胸腺法新冻干粉剂  | 100万只/a     | 冻干粉剂       |         |
|                              | 左西孟旦注射液注射剂   | 10万只/a      | 注射粉剂       |         |
|                              | 注射用胸腺五肽冻干粉剂  | 30万只/a      | 冻干粉剂       |         |
|                              | 卡贝缩宫素注射液注射剂  | 200万只/a     | 注射粉剂       |         |
|                              | 醋酸奥曲肽注射液注射剂  | 100万只/a     | 注射粉剂       |         |

数据来源：圣诺生物多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目环境影响报告书，西南证券整理

**多个项目即将完工，原料药产能翻倍增长。**公司正加速扩产扩能工程项目的建设进度，公司在大邑县投资新建研发多肽制剂生产线，是公司全新的总部基地，截至 2024 上半年主体建设已经完工，项目建设完成后，公司将新增多肽制剂产能 315 万支/年；公司 IPO 募投项目“年产 395 千克多肽原料药生产线项目”截至 2024 上半年主体建设已经完工，预计建成投产后将拥有 7 条新的 GLP-1 相关原料药生产线，合计月产量在 35kg 以上；多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目亦在有序推进建设当中，建成后将增加原料药产能共 450kg/a，预计在 8 月中下旬 106 车间将率先投入使用。

**表 17：公司在建项目情况**

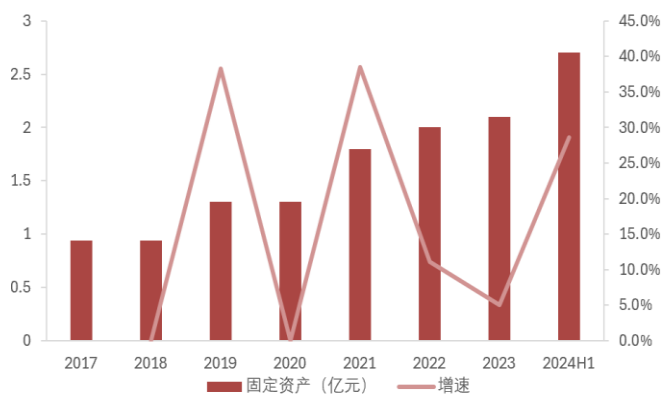
| 项目名称                | 产品  | 产品类型 | 建设情况    | 产能提升     | 主要生产车间 |
|---------------------|---|------|---------|----------|--------|
| 年产 395 千克多肽原料药生产线项目 | 利拉鲁肽、恩夫韦肽、比伐芦定、依替巴肽、醋酸奥曲肽、胸腺五肽              | 原料药  | 主体建设已完工 | 395kg/a  | 眉山汇龙   |
| 多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目 | 比伐芦定  |      | 100kg/a | 106      |        |
|                     | 醋酸阿托西班                                      |      | 30kg/a  | 107      |        |
|                     | 胸腺五肽  |      | 190kg/a | 101      |        |
|                     | 依替巴肽  |      | 20kg/a  | 101      |        |
|                     | 泊沙康唑  |      | 8kg/a   | 104B     |        |
|                     | 自主工艺多肽原料药研发                                 |      | 10kg/a  | 105      |        |
|                     | CDMO 服务创新多肽                                 |      | CDMO    | 92kg/a   | 108    |
| 制剂产业化技术改造项目         | 利拉鲁肽注射液、依替巴肽注射液、醋酸奥曲肽注射液、醋酸阿托西班注射液、卡贝缩宫素注射液 | 制剂   | 主体建设已完工 | 315 万支/年 | -      |
| 工程技术中心升级项目          | 研发软硬件配置                                     | -    | -       | -        | -      |

数据来源：公司公告，西南证券整理



固定资产投资大幅增加，公司走向成熟。2024上半年公司固定资产增加6400万元，半年增幅达28.6%。2023年末公司在建工程价值达2.7亿元，增幅达237.5%。对固定资产的大量投资将加速新产能落地，支撑公司快速发展。

图 34：2024 上半年固定资产增加 0.6 亿元



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 35：2023 年末在建工程投入大幅增长



数据来源：Wind, 西南证券整理

## 4.2 技术储备丰富，研发投入效果明显

公司自成立以来一直专注于多肽类药物规模化生产技术的研发，经过二十余年的技术积累，公司掌握了长链肽偶联技术、单硫环肽规模化生产技术、多对二硫环肽合成技术、聚乙二醇化修饰、脂肪酸修饰等多肽合成和修饰类自主核心技术，成功解决了多个多肽原料药品种规模化生产的技术瓶颈；并在多肽药物合成路线设计、工艺研发、产业链平台以及技术人员经验等方面形成了体系优势。

表 18：公司掌握核心技术

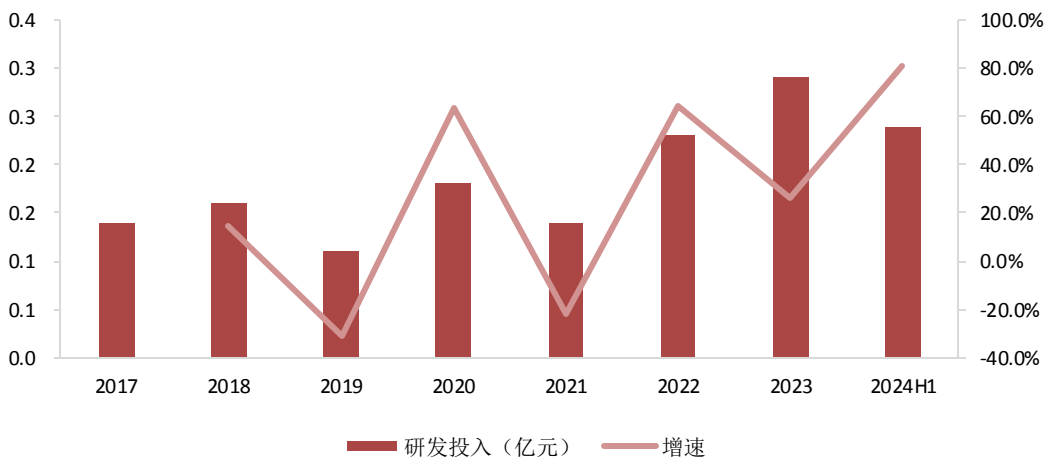
| 序号 | 核心技术        | 类别 | 应用产品                 | 技术优势  |
|----|-------------|----|----------------------|---|
| 1  | 长链肽偶联技术     | 合成 | 恩夫韦肽、艾塞那肽、司美格鲁肽、替尔泊肽 | 长链肽偶联通过特定的偶联条件，解决长肽偶联过程中易出现的偶联效率低、氨基酸消旋等问题，保证了每个氨基酸的高偶联效率，从而获得高的产品总收率和质量。同时相对片段缩合或基因工程技术，具有更长的半衰期。                                  |
| 2  | 困难序列偶联技术    | 合成 | 艾塞那肽、胸腺法新            | 由于三维结构的关系，有的长链多肽在合成过程中发生聚集而产生肽树脂严重收缩，如果聚集不能打开，对合成收率和产品质量产生严重的影响，甚至无法完成合成，通过公司的专有技术，有效克服长链多肽聚集，保证高偶联效率，从而获得高的产品总收率。                  |
| 3  | 多肽片段偶联技术    | 合成 | 胸腺法新、比伐芦定、依替巴肽、利拉鲁肽  | 许多多肽产品含有甘氨酸 (Gly)，在甘氨酸的接入过程中极易发生+Gly 的杂质，该杂质与主产品的极性相近，很难与主产品达到有效分离，从而严重影响收率，也影响产品的规模化放大，公司采用片段缩合技术有效克服了该杂质的产生。实现规模化生产，收率大幅度提高。      |
| 4  | 单硫环肽规模化生产技术 | 合成 | 卡贝缩宫素                | 常规单硫环肽的合成都是采用半胱氨酸中的巯基与其他氨基酸侧链卤素原子关环而得，此类反应的关环收率低，产品质量差。公司创新性的设计了全新的半胱氨酸衍生物，该衍生物含有单硫烷基侧链，采用侧链羧基与氨基关环，关环收率在 99.5% 以上，大幅度提高此类环肽的质量和收率。 |

| 序号 | 核心技术                | 类别 | 应用产品              | 技术优势  |
|----|---------------------|----|-------------------|---|
| 5  | 多对二硫键环肽合成技术         | 合成 | 齐考诺肽、利那洛肽         | 含有二硫键的多肽，在其合成中二硫键的环化常规是最后一步反应，也是非常关键的步骤，二硫键环化过程中易出现环化时间过长，反应副产物过多或环化效率不高等问题，环化反应出现问题，会导致合成失败。同时有很多多肽药物含有多对二硫键，环化反应的复杂度和难度都非常高，在合成过程中非常容易出现环化收率低，通过公司的特有技术，实现了高环化率，使产品总收率显著提高。 |
| 6  | 碳环肽规模化生产技术          | 合成 | 药学研究服务            | 所谓碳环肽就是通过酰胺键环化而成的多肽，常规方法为液相环化，环化时间长，收率低，一般在70%左右。公司采用固相环化，环化时间一般在2小时，环化收率大于99.5%。   |
| 7  | 侧链基团的聚乙二醇化修饰、脂肪酸修饰等 | 修饰 | 利拉鲁肽、司美格鲁肽、药学研究服务 | 天然多肽序列在体内容易被降解，所以半衰期短，每天用药1-2次，对于慢性病患者来说很不方便。例如艾塞那肽用聚乙二醇化修饰技术修饰后半衰期延长50倍以上，用药频率降为每周一次，大大方便了患者用药。  |
| 8  | 磷酸化/磺酸化修饰技术         | 修饰 | 在研产品              | 磷酸化/磺酸化修饰多肽在制备过程中收率一般都很低，主要是在树脂酸解过程中磷酸化/磺酸化基团不稳定而丢失，造成粗品中产品的含量低。公司通过自有技术设计，克服了磷酸化/磺酸化基团在酸解过程中的丢失，获得了较高的总收率。   |

数据来源：公司公告、招股书，西南证券整理

公司持续加大研发力度，保持在研项目的高投入，确保各项产品研发向前推进，坚持仿创结合，夯实仿制药基础，加快创新药布局，通过产品合作开发及股权投资等方式，与国内先进制药企业开展深度战略合作，增强公司核心竞争力。2024上半年公司费用化研发投入达2383万元，同比增加80.9%，连续三年保持高速增长。报告期内新获授权实用新型专利17项、发明专利1项，目前累计获得专利数量64个。

图 36：公司加大研发投入，积极推动研发进程



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：2024-2026 年，公司原料药产能将提升 845kg/a，309%原料药销量随产能同步增长，三年内销量分别增加 50%/60%/25%，毛利率分别受竞争加剧的负面影响以及公司技术改进以及规模化生产的正面影响，2024-2026 年原料药板块的毛利率分别为 67.08%、69.56%和 69.56%。

假设 2：随着公司三个制剂品种纳入国家药物集采，制剂销售保持现有节奏放量增长，2024-2026 年销量增速分别为 50%/30%/30%，价格受到集采影响下降，毛利率受集采影响，假设 2024-2026 年制剂毛利率分别为 71.42%、64.28%和 61.06%。

假设 3：公司 CDMO 业务已有 2 个项目获批上市，1 个项目申报生产，8 个项目处于临床 II 期及以后。随着在研项目的不断推进并接近量产，预计在未来几年公司 CDMO 业务将持续增长，我们假设药学研究服务 2024-2026 年增速分别为 10%/20%/20%，医药定制研发生产 2024-2026 年增速分别为 50%/10%/10%，受托加工服务可能受左西孟旦入选集采有所下滑，预测 2024-2026 年增速分别为 -30%/10%/0%，毛利率小幅波动。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 19：分业务收入及毛利率

| 单位：亿元    |     | 2023A  | 2024E   | 2025E | 2026E |
|----------|-----|--------|---------|-------|-------|
| 原料药      | 收入  | 1.19   | 1.79    | 2.86  | 3.57  |
|          | 增速  | -15.6% | 50.0%   | 60.0% | 25.0% |
|          | 毛利率 | 59.7%  | 67.1%   | 69.6% | 69.6% |
| 制剂       | 收入  | 1.77   | 2.48    | 2.97  | 3.57  |
|          | 增速  | 31.1%  | 40.0%   | 20.0% | 20.0% |
|          | 毛利率 | 75.2%  | 71.4%   | 64.3% | 61.1% |
| 药学研究服务   | 收入  | 0.92   | 1.01    | 1.21  | 1.46  |
|          | 增速  | 33.3%  | 10.0%   | 20.0% | 20.0% |
|          | 毛利率 | 46.9%  | 42.2%   | 40.1% | 38.1% |
| 受托加工服务   | 收入  | 0.32   | 0.22    | 0.25  | 0.25  |
|          | 增速  | 6.7%   | -30.0%  | 10.0% | 0.0%  |
|          | 毛利率 | 92.4%  | 93.7%   | 92.1% | 92.4% |
| 医药定制研发生产 | 收入  | 0.11   | 0.17    | 0.18  | 0.20  |
|          | 增速  | -15.4% | 50.0%   | 10.0% | 10.0% |
|          | 毛利率 | 37.3%  | 48.3%   | 44.3% | 44.3% |
| 其他       | 收入  | 0.04   | 0.04    | 0.05  | 0.06  |
|          | 增速  | -55.6% | 10.0%   | 10.0% | 20.0% |
|          | 毛利率 | -98.6% | -100.0% | 10.0% | 10.0% |
| 合计       | 收入  | 4.35   | 5.71    | 7.52  | 9.10  |

| 单位：亿元 |     | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|-----|-------|-------|-------|-------|
|       | 增速  | 9.9%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.2%  |
|       | 毛利率 | 63.8% | 63.8% | 62.5% | 60.9% |

数据来源：Wind, 西南证券

## 5.2 相对估值

我们选取 GLP-1 原料药公司诺泰生物、奥锐特、拥有 GLP-1 制剂的博瑞医药作为可比公司，三家公司 2024 年平均 PE 为 36.49 倍。公司在多肽赛道深耕多年，有大量的技术和产品积累，原料制剂一体化成本优势凸显。在如今 GLP-1 等多肽类药物持续走热，以及公司多款制剂入选集采的大背景之下，我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 39%，建议保持关注。

表 20：可比公司估值

| 证券代码      | 可比公司 | 股价 (元) | EPS (元) |      |      |      | PE    |       |       |       |
|-----------|------|--------|---------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |        | 23A     | 24E  | 25E  | 26E  | 23A   | 24E   | 25E   | 26E   |
| 688076.SH | 诺泰医药 | 57.81  | 0.76    | 1.33 | 1.87 | 2.47 | 76.07 | 43.47 | 30.91 | 23.40 |
| 688166.SH | 博瑞医药 | 23.70  | 0.48    | 0.55 | 0.62 | 0.71 | 49.38 | 43.09 | 38.23 | 33.38 |
| 605116.SH | 奥锐特  | 22.24  | 0.71    | 0.97 | 1.27 | 1.63 | 31.32 | 22.93 | 17.51 | 13.64 |
| 平均值       |      |        |         |      |      |      | 52.25 | 36.49 | 28.88 | 23.48 |
| 688117.SH | 圣诺生物 | 28.58  | 0.63    | 0.93 | 1.37 | 1.69 | 45.37 | 30.73 | 20.86 | 16.91 |

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 6 风险提示

新药研发不及预期的风险；原材料成本上涨风险；原料药竞争加剧导致价格下降的风险、在建项目投产及运营成效或不及预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2023A          | 2024E          | 2025E          | 2026E          | 现金流量表 (百万元)       | 2023A          | 2024E          | 2025E          | 2026E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 435.02         | 570.83         | 752.07         | 910.02         | 净利润               | 70.32          | 104.36         | 153.31         | 188.85         |
| 营业成本          | 157.65         | 206.79         | 282.27         | 355.99         | 折旧与摊销             | 28.17          | 50.94          | 78.09          | 99.54          |
| 营业税金及附加       | 4.03           | 6.39           | 8.42           | 10.19          | 财务费用              | 4.91           | 52.74          | 77.84          | 103.50         |
| 销售费用          | 107.97         | 113.14         | 126.50         | 134.86         | 资产减值损失            | -4.93          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 53.86          | 68.50          | 78.06          | 85.36          | 经营营运资本变动          | -47.60         | -95.96         | -91.34         | -85.62         |
| 财务费用          | 4.91           | 52.74          | 77.84          | 103.50         | 其他                | 33.91          | 1.76           | 4.31           | 2.72           |
| 资产减值损失        | -4.93          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>84.78</b>   | <b>113.85</b>  | <b>222.21</b>  | <b>308.99</b>  |
| 投资收益          | -1.42          | 2.00           | 2.00           | 2.00           | 资本支出              | -206.09        | -235.00        | -250.00        | -250.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | -163.22        | 2.00           | 2.00           | 2.00           |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-369.31</b> | <b>-233.00</b> | <b>-248.00</b> | <b>-248.00</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>81.10</b>   | <b>125.26</b>  | <b>180.97</b>  | <b>222.11</b>  | 短期借款              | -13.38         | 16.54          | 54.12          | 5.86           |
| 其他非经营损益       | -0.98          | -2.83          | -1.82          | -2.02          | 长期借款              | 141.14         | 50.00          | 100.00         | 100.00         |
| <b>利润总额</b>   | <b>80.12</b>   | <b>122.43</b>  | <b>179.15</b>  | <b>220.09</b>  | 股权融资              | 2.85           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 9.80           | 18.07          | 25.84          | 31.24          | 支付股利              | -20.00         | -21.82         | -32.37         | -47.55         |
| 净利润           | 70.32          | 104.36         | 153.31         | 188.85         | 其他                | 19.14          | -87.61         | -77.84         | -103.50        |
| 少数股东损益        | -0.01          | -0.01          | -0.01          | -0.01          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>129.75</b>  | <b>-42.89</b>  | <b>43.91</b>   | <b>-45.19</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 70.34          | 104.37         | 153.32         | 188.86         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-154.27</b> | <b>-162.05</b> | <b>18.12</b>   | <b>15.80</b>   |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2023A          | 2024E          | 2025E          | 2026E          | 财务分析指标            | 2023A          | 2024E          | 2025E          | 2026E          |
| 货币资金          | 219.13         | 57.08          | 75.21          | 91.00          | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 127.43         | 177.41         | 232.80         | 280.81         | 销售收入增长率           | 9.93%          | 31.22%         | 31.75%         | 21.00%         |
| 存货            | 194.33         | 258.96         | 359.66         | 458.21         | 营业利润增长率           | 11.34%         | 54.45%         | 44.47%         | 22.73%         |
| 其他流动资产        | 68.42          | 63.99          | 68.44          | 72.31          | 净利润增长率            | 9.06%          | 48.40%         | 46.90%         | 23.18%         |
| 长期股权投资        | 22.63          | 22.63          | 22.63          | 22.63          | EBITDA 增长率        | 18.59%         | 100.50%        | 47.16%         | 26.19%         |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 482.05         | 632.18         | 755.16         | 856.69         | 毛利率               | 63.76%         | 63.77%         | 62.47%         | 60.88%         |
| 无形资产和开发支出     | 52.96          | 87.14          | 136.32         | 185.50         | 三费率               | 38.33%         | 41.06%         | 37.55%         | 35.57%         |
| 其他非流动资产       | 148.78         | 148.53         | 148.29         | 148.04         | 净利率               | 16.17%         | 18.28%         | 20.38%         | 20.75%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>1315.72</b> | <b>1447.93</b> | <b>1798.50</b> | <b>2115.18</b> | ROE               | 7.99%          | 10.84%         | 14.15%         | 15.42%         |
| 短期借款          | 37.03          | 53.57          | 107.69         | 113.56         | ROA               | 5.34%          | 7.21%          | 8.52%          | 8.93%          |
| 应付和预收款项       | 83.89          | 87.73          | 126.87         | 160.88         | ROIC              | 12.24%         | 17.02%         | 18.86%         | 19.46%         |
| 长期借款          | 189.19         | 239.19         | 339.19         | 439.19         | EBITDA/销售收入       | 26.25%         | 40.11%         | 44.80%         | 46.72%         |
| 其他负债          | 125.52         | 104.79         | 141.16         | 176.68         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>435.63</b>  | <b>485.29</b>  | <b>714.92</b>  | <b>890.31</b>  | 总资产周转率            | 0.36           | 0.41           | 0.46           | 0.47           |
| 股本            | 112.00         | 112.00         | 112.00         | 112.00         | 固定资产周转率           | 2.14           | 1.64           | 1.32           | 1.28           |
| 资本公积          | 379.22         | 379.22         | 379.22         | 379.22         | 应收账款周转率           | 3.79           | 4.10           | 4.10           | 3.95           |
| 留存收益          | 388.71         | 471.26         | 592.21         | 733.52         | 存货周转率             | 0.86           | 0.85           | 0.87           | 0.84           |
| 归属母公司股东权益     | 879.93         | 962.48         | 1083.43        | 1224.74        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 101.76%        | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 0.17           | 0.16           | 0.15           | 0.14           | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>880.10</b>  | <b>962.64</b>  | <b>1083.58</b> | <b>1224.87</b> | 资产负债率             | 33.11%         | 33.52%         | 39.75%         | 42.09%         |
| 负债和股东权益合计     | 1315.72        | 1447.93        | 1798.50        | 2115.18        | 带息债务/总负债          | 51.93%         | 60.33%         | 62.51%         | 62.09%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 2.53           | 2.31           | 1.99           | 2.02           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 1.72           | 1.24           | 1.02           | 1.00           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 28.43%         | 20.90%         | 21.11%         | 25.18%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.63           | 0.93           | 1.37           | 1.69           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 7.86           | 8.60           | 9.67           | 10.94          |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 0.76           | 1.02           | 1.98           | 2.76           |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.18           | 0.19           | 0.29           | 0.42           |
| 业绩和估值指标       | 2023A          | 2024E          | 2025E          | 2026E          |                   |                |                |                |                |
| EBITDA        | 114.19         | 228.94         | 336.90         | 425.15         |                   |                |                |                |                |
| PE            | 49.66          | 33.47          | 22.78          | 18.50          |                   |                |                |                |                |
| PB            | 3.97           | 3.63           | 3.22           | 2.85           |                   |                |                |                |                |
| PS            | 8.03           | 6.12           | 4.64           | 3.84           |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 29.24          | 15.43          | 10.89          | 8.84           |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.57%          | 0.62%          | 0.93%          | 1.36%          |                   |                |                |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下       |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务         | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售副总监      | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 李煜  | 高级销售经理     | 18801732511  | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn   |
|    | 田婧雯 | 高级销售经理     | 18817337408  | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn      |
|    | 张玉梅 | 销售经理       | 18957157330  | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn    |
|    | 魏晓阳 | 销售经理       | 15026480118  | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn   |
|    | 欧若诗 | 销售经理       | 18223769969  | 18223769969 | ors@swsc.com.cn      |
|    | 李嘉隆 | 销售经理       | 15800507223  | 15800507223 | ljliong@swsc.com.cn  |
|    | 龚怡芸 | 销售经理       | 13524211935  | 13524211935 | gongyy@swsc.com.cn   |
|    | 孙启迪 | 销售经理       | 19946297109  | 19946297109 | sqdi@swsc.com.cn     |
| 北京 | 蒋宇洁 | 销售经理       | 15905851569  | 15905851569 | jjj@swsc.com.c       |
|    | 李杨  | 销售总监       | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监      | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杨薇  | 资深销售经理     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 姚航  | 高级销售经理     | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 张鑫  | 高级销售经理     | 15981953220  | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn    |
|    | 王一菲 | 高级销售经理     | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 高级销售经理     | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |

---

|    |     |           |             |             |                      |
|----|-----|-----------|-------------|-------------|----------------------|
|    | 路漫天 | 销售经理      | 18610741553 | 18610741553 | lmtyf@swsc.com.cn    |
|    | 马冰竹 | 销售经理      | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 广深销售负责人   | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 杨新意 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | 17628609919 | xy@swsc.com.cn       |
|    | 龚之涵 | 高级销售经理    | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
|    | 丁凡  | 销售经理      | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn  |
| 广深 | 杨举  | 销售经理      | 13668255142 | 13668255142 | yangju@swsc.com.cn   |
|    | 张文锋 | 销售经理      | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 陈紫琳 | 销售经理      | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn   |
|    | 陈韵然 | 销售经理      | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn    |
|    | 林哲睿 | 销售经理      | 15602268757 | 15602268757 | lzf@swsc.com.cn      |